

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA



**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

por

Maria Leonor Romão Carreiro Fernandes Ferreira

Dissertação para obtenção do  
grau de Mestre em Gestão no  
Instituto Superior de Economia

**LISBOA**

**1986**

L. 57. 3.	
C.	Bibliotecas
833-G.	33991

HF5681.V3 UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

F47

1986

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA



AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

## AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

por

Maria Leonor Romão Carreiro Fernandes Ferreira

Dissertação para obtenção do  
grau de Mestre em Gestão no  
Instituto Superior de Economia

LISBOA

1986

Class. Unesco: A.4/G.3353

## AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

*A meus pais*

Avaliar é um procedimento pelo qual se atribuem números a objectos ou a acontecimentos, de acordo com regras que expressam preferências relativamente a acções particulares .

Richard Mattessich

## PROÊMIO

Não há unanimidade acerca do que seja o *valor de uma empresa ou de fracção do seu capital*. Os critérios e métodos utilizados são diversos, todos eles passíveis de controvérsia.

O sentimento de que o tema está insuficientemente tratado e que reclama adequada teorização é muito comum.

Motivos de interesse profissional e alguns casos estudados alimentaram também o desejo de procurar conhecimento mais aprofundado, conciliando aspectos teóricos e experiências concretas.

Escolhido o tema, ponderou-se a sua extensão, obedecendo a circunstâncias de tempo e de modos de tratamento. As preocupações de delimitação conduziram a excluir alguns campos da pesquisa : não se trata, assim, de avaliação para efeitos de fusão e outras formas de concentração empresarial; a avaliação da empresa internacional e de grupos económicos também não é focada ; e os modelos de avaliação de carteiras de títulos, baseados em critérios de rendibilidade e risco não se desenvolvem aqui.

Retiraram-se parcelas do trabalho global já elaborado , para não dar a este estudo excessiva dimensão — é o caso de matérias relativas aos *critérios legais de avaliação*, estudos sobre empresas em recuperação ou em liquidação e exemplificações práticas de aplicação das teorias estudadas.

Não se deixa de fazer breves referências às problemáticas da inflação e da valorização dos recursos humanos, temas aliás muito tratados sob outras perspectivas e que não reúnem consenso em matéria de avaliação.

Exclui-se do estudo a análise de critérios de avaliação social, mas ainda assim não se deixam de focar pontos em que o social deve ser explicitado.

Colocamo-nos na perspectiva de alguém que, não pertencendo à empresa, a vê com a independência e o propósito de elaborar trabalho útil a quem, sócio ou candidato a sócio, seja parte num processo de avaliação. Deve ainda dizer-se que nos situamos especialmente sob prismas tradicionais de avaliação de empresas.

## PLANO DA DISSERTAÇÃO

### PROÊMIO

#### I. INTRODUÇÃO

1. A empresa - "entidade" a avaliar
2. O valor
3. Os valores da empresa
4. Os motivos determinantes da avaliação

#### II. A PERSPECTIVA DE AVALIAÇÃO COM BASE NO PATRIMONIO

1. Resenha dos principais critérios
2. Critério do valor nominal
3. Critério do valor contabilístico
4. Critério do valor intrínseco
5. Critério do valor substancial
6. Critério do valor dos capitais permanentes necessários à exploração

#### III. A PERSPECTIVA DE AVALIAÇÃO COM BASE NO RENDIMENTO

1. Resenha dos principais critérios
2. A escolha dos fluxos de rendimento
3. Horizonte temporal das previsões
4. Fixação da taxa de actualização
5. O valor de rendimento em período de inflação



#### IV. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS - A PERSPECTIVA MISTA

1. A noção de *goodwill*
2. Critério da soma do valor intrínseco ao dos lucros periódicos
3. Critério de Retail
4. Critério do valor médio
5. Critério da renda do *goodwill*
6. Critério de Jacquemont

#### V. CONCLUSÕES - PONTO DE PARTIDA PARA NOVAS REFLEXÕES

1. Críticas aos métodos de avaliação
2. Experiências colhidas de casos tratados
3. Novas perspectivas de avaliação - algumas notas

## I. INTRODUÇÃO

Imprecisões terminológicas e deficientes delimitações conceituais impõem prevenções a todos os que pretendem elaborar ou apreciar estudos de investigação.

Com frequência, encontram-se palavras com vários significados, e acepções latas e restritas. Não há pleno acordo conceptual em muitas matérias relacionadas com o processo de avaliação.

Um trabalho desta natureza impõe esforço que não se regeou. Em estudos de maior fôlego, nosso objectivo futuro, terá cabimento construção mais definitiva.

Prêocupações de coordenação e de compreensão, porém, conduziram ao recorte do que é a empresa, seu valor e objectivos de avaliação, prolegómenos essenciais na matéria desta dissertação.

## 1. A empresa - "entidade" a avaliar

Constituindo a empresa, ou "parte" dela, o objecto da avaliação entende-se útil recortar o seu conceito.

Todos os que trabalham ou examinam empresas notam, entre elas, diferenças que dificultam o encontro de um protótipo. Temos, por isso, de concordar com Rogério Ferreira quando afirma que não é fácil conceber abstractamente a empresa, nem os seus objectivos, quando se sabe que há empresas públicas, de economia mista, com muitos ou poucos sócios, grandes, médias e pequenas...(\*).

As empresas podem ser avaliadas em fases diferentes da sua vida: podem avaliar-se empresas em funcionamento ou em fase de liquidação, empresas envelhecidas ou de formação recente, empresas deficitárias e empresas prósperas.

Em obras consultadas, respigaram-se, entre outras, as seguintes definições de empresa:

Para Peumans, a empresa constitui uma entidade complexa constituída pela reunião de numerosos elementos cuja actividade coordenada deve assegurar a produtividade de exploração e a rendibilidade do conjunto(\*\*).

---

(\*) FERREIRA, Rogério F., *Lições de Gestão Financeira*, Coimbra, Liv. Arnado, 1985, vol. I, p. 17.

(\*\*) PEUMANS, H., *Théorie et Pratique du Calcul des Investissements*, Paris, Dunod, 1965, citado por BRAVARD, Jacques, *L'Évaluation des Entreprises*, Paris, Dunod, 1969, p. 2.

Viel, Bredt e Renard referem que uma empresa é uma entidade económica que, constituída em unidade jurídica e financeira autónoma, produz, como agente económico tendo à sua disposição um instrumento de exploração, prestações específicas (fim objectivo ou função de economia nacional), com vista a escoá-las sobre o mercado, realizando um lucro (fim subjectivo ou função de economia privada)(\*).

Bueno, Durán e Herrera vêem a empresa como unidade de produção(\*\*), unidade de direcção e unidade financeira vocacionada à expansão e que deseja sobreviver; movida pelo lucro, seu fim, a empresa desenvolve actividade económica produtiva correndo risco(\*\*\*)).

Para Truchy, a empresa é a unidade económica e jurídica em que estão agrupados e coordenados os factores humano e material da actividade económica(\*\*\*\*).

Segundo Alain Cotta, a empresa é um conjunto de factores de produção reunidos sob a autoridade de um indivíduo ou de um grupo, com o objectivo de realizar um rendimento monetário através da produção de bens ou da prestação de serviços(\*\*\*\*\*).

---

(\*) Cf. *L'Évaluation des Entreprises et des Parts d'Entreprise*, 3ª ed., Paris, Dunod, 1971, p.2.

(\*\*) Diríamos que se trata de produção no sentido de criação de utilidades, isto é, de produção de bens ou de prestação de serviços (incluindo o comércio e os transportes) aptos à satisfação de necessidades.

(\*\*\*) BUENO CAMPOS, CRUZ ROCHE, DURÁN HERRERA, *Economía de la Empresa*, Madrid, Pirámide, 1979, p.43.

(\*\*\*\*) TRUCHY, *Traité d'Economie Politique*, (Tomo 3, *Les Formes de l'Entreprise*) citado por RETAIL, L., *L'Évaluation des Entreprises*, 5ª ed., "Collection de l'Expertise Judiciaire", Paris, Sirey, 1963, p. 3.

(\*\*\*\*\*.) COTTA, Alain, *Dicionário de Economia*, Lisboa, Publicações D.Quixote, 1973.

De acordo com *Barnay e Calba*, a empresa é um conjunto de meios de várias naturezas: capitais, bens corpóreos e incorpóreos postos em funcionamento por uma equipa de pessoas com vista a atingir um certo fim económico e social (\*).

Nas diversas definições apresentadas, diferentes na forma, os autores retomam com frequência aspectos como :

- a) conjunto de elementos
- b) coordenados para atingir um fim
- c) que é frequentemente o lucro (\*\*)

Acrescenta-se que a empresa não se esgota na perspectiva económica e pode encarar-se por outros prismas da realidade social, aspectos a que interessará também atender na determinação do seu valor.

Para *João Evangelista Jorge*, sociologicamente, a empresa apresenta-se como uma instituição que brota da natureza do homem e tende a responder a algumas necessidades vitais, tanto de ordem económica como de ordem social, cultural ou mesmo política (\*\*\*).

---

(\*) BARNAY, André e CALBA, Georges, *Combien Vaut Votre Entreprise*, 4<sup>a</sup> ed., E.M.E., Paris, 1975, p. 43.

(\*\*) A nosso ver, dizer que a empresa visa o lucro não parece satisfatório pois confunde meio com a finalidade, que pode ser bem mais ampla ou diversa (*Lições de Gestão Financeira*, opus cit., p. 17). Acresce, como refere Augusto Athaide (a p. 942, vol. 2 *Enciclopédia Polis*), que o fim lucrativo não é essencial no caso de empresas públicas, já que entre as suas receitas podem figurar subsídios destinados, por exemplo, a permitir a prática de preços políticos (*sic*). Quanto a nós, o lucro será uma medida de eficiência da empresa, pública ou privada.

(\*\*\*) *Polis Enciclopédia Verbo da Sociedade e do Estado*, vol. 2, Lisboa, Verbo Editora, pp. 328-934.

Segundo *Monteiro Fernandes*, em perspectiva jurídico-laboral, a empresa é uma organização de meios estável, predisposta para a realização de fim útil, a qual, mediante contratos (de trabalho), emprega (outras) pessoas para a realização daquele fim (\*).

A empresa é como que uma bóia num campo de forças: o elemento humano, as estruturas profissionais e o Estado são o enquadramento da empresa. Indispensáveis, concorrentes e complementares, nenhum aspecto prevalece sobre outro, sem sacrifício da própria empresa (\*\*).

Perspectivando estes aspectos para a avaliação de empresas, pode dizer-se que uma definição com suficiente generalidade para abranger todos os tipos de empresas susceptíveis de ser objecto de avaliação deve incluir referências a:

- . o contexto da empresa
- . a empresa como complexo organizado
- . a aptidão da empresa para formar resultados

Encaram-se os três aspectos apontados nas perspectivas de avaliação analisadas ao longo desta dissertação : a do património, a do rendimento e a mista.

---

(\*) *Ibidem*, pp. 925-928. Os parêntesis são nossos, o que neles se inclui é do autor citado.

(\*\*) *Idem*.

## 2. O valor

Muitos problemas na preparação dos relatórios de avaliação de empresas advêm da complexidade inerente aos conceitos subjacentes. Importa, por isso, tecer considerações sobre a natureza do valor.

Quando se procura informação sobre a dimensão de um corpo físico, os conceitos de altura, comprimento e largura usados são relativamente claros e não ambíguos. Pode haver problemas de medida se o objecto em questão for muito grande ou muito pequeno e pode, quanto muito, haver necessidade de optar por uma, de entre várias unidades de medida, como por exemplo, jardas ou metros. Quando se deseja medir o valor, de um bem ou de uma empresa, tudo se torna mais difícil. Com efeito o valor assume, quer na economia quer em outros âmbitos, diversos significados e extensões. É, portanto, conveniente que se recortem os sentidos que serão mais utilizados neste trabalho, numa tentativa de precisar o alcance e a validade da exposição.

Conforme refere *Erich Helfert*(\*), o valor é um conceito relativo que se prende com os sistemas económicos, sociais, religiosos e com os costumes dos indivíduos ou grupos. Pode-se,

---

(\*) HELFERT, Erich, *A Avaliação - Conceitos Teóricos e Prática*, colecção "Cadernos de Organização do Trabalho", Lisboa, Clássica Editora, 1966 pp. 10-12.

pois, falar, consoante a óptica por que se observa a realidade empresarial, em *valor social*, em *valor ético* e em *valor económico*.

*Spranger*, por seu turno, sistematiza os valores de outro modo: *teoréticos* (orientados para a verdade e o conhecimento), *económicos* (orientados para o que é útil), *estéticos* (orientados para a forma e a harmonia), *sociais* (orientados para as pessoas), *políticos* (orientados para o poder) e *religiosos* (orientados para a unidade do universo).

"O valor será, pois, a expressão de um juízo formulado para fins eminentemente práticos, a propósito de operações humanas que intervêm na vida económica (\*)".

Há objectos que têm valor em si, *valor intrínseco*. Outros objectos só têm valor fora de si próprios, ou seja, *valor de eficácia*. O conceito de *valor económico* enquadra-se nesta ideia : os bens detêm valor em função das utilidades que deles se podem retirar(\*\*) .

Noção extremamente subjectiva, ligada à escolha realizada por um grupo ou por um indivíduo, os valores económicos são caracterizados pela utilidade - o *valor de uso* que o objecto tem para aquele que dele se serve - ou o *valor de troca* que se manifesta no mercado através de um *preço* (\*\*).

---

(\*) Cf. Cardeal MERCIER, *Código Social de Malines*, p.99.

(\*\*) Union Européenne des Experts-Comptables Economiques et Financiers (U.E.C.), *L'Évaluation des Entreprises et Parts d'Entreprises*, Paris, Dunod, 1961, p.2.

(\*\*\*) MATHIEU, Gilbert, *Vocabulário de Economia*, Lisboa, Moraes Editores, 1974, pp.23-27.



O valor define-se como uma relação entre um sujeito e um objecto. No caso da empresa, o valor exprime o resultado de um trabalho do avaliador e é função do bem-estar que o sujeito espera obter da empresa ou de parte dela.

Fala-se em valor *subjectivo* quando a relação sujeito-objecto se determina tendo em conta aspectos como a personalidade, a competência e outras características do sujeito concreto interessado na posse da empresa.

Fala-se em valor *objectivo* quando a relação sujeito-objecto se determina abstraindo das características do sujeito(\*).

Segundo *Harvey e Keer(\*\*)*, pode dizer-se que, em essência, quatro conceitos de valor podem objectivamente ter relevância para a avaliação de empresas: *custo histórico*, *custo de reposição*, *valor realizável* e *valor actual* (valor descontado).

---

(\*) RUBIO, Jesus Broto, *El Valor Substancial, Su Función en la Valoración de la Empresa*, in "Ponencias y Comunicaciones al I Congreso de A.E.C.A.", Madrid, Ministerio de Economía y Hacienda, 1983, p. 353.

(\*\*) HARVEY, Mike e KEER, Fred, *Financial Accounting Theory and Standards*, 2ª ed., Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1985, pp. 23-27.

Um exemplo simples permite ilustrar as diferenças entre os conceitos apontados. Dizer que uma máquina em segunda-mão vale 30 000\$00 pode significar entre o mais que:

- a) O bem custou 50 000\$ há 2 anos e daqui a 2 anos vale rá 10 000\$(\*);
- b) Um bem igual poderia ser comprado por 30 000\$;
- c) O bem poderia ser vendido por esse preço (30 000\$);
- d) O proprietário do bem tentou determinar o valor dos benefícios futuros, designadamente em termos de conveniência, produtividade e tempo poupado e concluiu ser 30 000\$00.

*Erich Helfert* aponta para o valor económico outras subcategorias(\*\*).

O valor contabilístico liga-se apenas à transacção especial que lhe deu origem e, por isso, é conhecido. Assenta nos princípios contabilísticos geralmente aceites..

---

(\*) Quer referir-se o valor histórico por reintegrar, isto é, custo não extinto.

(\*\*) HELFERT, Erich, *opus cit.*, pp. 15-19.

O valor de mercado, considerando os pontos de vista do comprador e do vendedor, representa uma justa aproximação da posição ocupada por um bem ou serviço na escala de valores da sociedade ou da comunidade em geral. Depende, pois, dos mecanismos e das condições das partes em presença(\*).

O valor de substituição, em consequência de frequente divergência entre o valor contabilístico e o valor de mercado, representa uma tentativa de determinação do valor corrente no mercado de um bem substituto daquele que se pretende valorar.

O valor potencial calcula-se em função dos ganhos que um bem poderá proporcionar durante a sua vida útil.

O valor de liquidação surge quando se perdem as características de "unidade em funcionamento", o valor é venal mas de "venda forçada", inferior portanto ao valor corrente ou de mercado.

Se se põem tantas alternativas na avaliação de um simples bem transaccionável, maiores problemas se põem ao avaliar uma empresa.

---

(\*) O aumento do valor de mercado, verificado para determinados bens à medida que o tempo passa, depende das possibilidades futuras da empresa e relaciona-se com os elementos que tornam uma empresa mais atraente para o investidor, depende dos ganhos futuros.

### 3. Os valores da empresa

Chamou-se a atenção para algumas das diversas acepções de *valor económico*. Sendo definições diferentes, são apropriadas consoante as circunstâncias.

Naquilo que poderá interessar para a metodologia da avaliação retém-se a seguinte sistematização de *valores económicos* da empresa(\*):

{	valor de mercado	{	valor de liquidação
	valor contabilístico		valor de continuidade (**)
	valor justo (***)		

Em qualquer momento uma empresa tem, teoricamente, dois valores de venda possíveis : o *valor de liquidação* e o *valor de continuidade* (\*\*\*\*).

O *valor de continuidade* da empresa é o que ela vale como unidade económica em funcionamento (\*\*\*\*\*).

---

(\*) Esta sistematização foi inspirada em exposição de J.Fred Weston e Thomas E. Copeland, *Managerial Finance*, 8ªed., Chicago, the Dryden Press, 1986, pp.689-691.

(\*\*) Do inglês, *going concern*.

(\*\*\*) Do inglês, *fair value*.

(\*\*\*\*) Normalmente, apenas ao maior dos dois se chama *valor de mercado*.

(\*\*\*\*\*) O *valor de continuidade* assenta no *princípio da continuidade* da empresa segundo o qual a empresa se constitui para continuar e não para liquidar. Exceptuam-se, claro, empresas que se constituam para realizar uma dada obra ou contrato e que, alcançado ou extinguido o seu fim, desaparecem.

O valor de liquidação é o montante que pode ser realizado se um activo ou conjunto de activos for vendido separadamente da organização que os vem utilizando. Se o passivo for deduzido da daquele montante, o resultado representa o valor de liquidação para os sócios da empresa.

Se o valor de continuidade for superior ao valor de liquidação, a diferença entre os dois valores representa o goodwill da empresa (\*).

O valor de mercado, isto é, o que as pessoas realmente estão dispostas a pagar pela empresa, pode cifrar-se acima ou abaixo do valor contabilístico, o que se compreende num mundo dinâmico é incerto.

O fair value é um valor justo usado na análise de investimentos, ou seja, o valor actual estimado dos fluxos futuros esperados. O fair value afasta-se quer do valor de mercado quer do valor contabilístico.

Pode dizer-se, pois, que estas aproximações ao valor não são mais do que meios de referência para as finalidades da avaliação.

Assim, consoante os objectivos de avaliação de empresas, interessará mais reter um ou outro conceito económico de valor e utilizar diferentes princípios na avaliação.

---

(\*) Certos autores falam da existência de badwill no caso contrário. A este respeito, veja-se adiante a p. 102.

#### 4. Os motivos determinantes da avaliação

Os estudos de avaliação começaram a desenvolver-se com o aparecimento das sociedades anónimas que trouxeram a dispersão do capital.

Quando as empresas eram em nome individual ou de pequena dimensão, o empresário conhecia bem o valor do seu empreendimento: os negócios eram o prolongamento da esfera pessoal e passavam aos descendentes.

A necessidade de avaliação de empresas põe-se, mais frequentemente, quando interesses opostos se enfrentam : comprador e vendedor, fisco e contribuinte, sociedades em vista de fusão, herdeiros perante partilhas, sócios perante o Estado em caso de expropriação ou extinção de concessões. Porém, nada impede que a avaliação se processe regularmente.

Cada vez mais a avaliação se faz com o propósito de apreciar *performances* de gestão. E seria até desejável que no sistema de informação de gestão da empresa já estivesse integrado o indicador *valor da empresa*, nas perspectivas reputadas relevantes (\*), de modo a, por seu turno, se avaliar a gestão e seus métodos (\*\*).

---

(\*) Nesses casos, o *valor da empresa* deve ser determinado por entidades independentes dos gestores e administradores daquela.

(\*\*) Para William F. Glueck e Jauch a fase terminal do processo permanente de gestão estratégica é a *avaliação*. Vide, a este respeito, *Business Policy and Strategic Management*, 4ª ed., Auckland, McGraw-Hill, 1984, Capº 8.

Frequentes são, pois, as situações que podem apelar para a avaliação das empresas, e numerosas as finalidades que a determinação do valor de uma empresa pode servir.

Em obras consultadas, encontram-se enunciações diversas de objectivos da avaliação empresarial mas quase sempre sem preocupações de exaustão e, normalmente, não estabelecendo qualquer sistematização(\*). É excepção *Fernandez Peña*. Com base na sua exposição(\*\*), elaborou-se a seguinte arrumação tripartida de razões justificativas da avaliação de uma empresa:

Transferência de propriedade da empresa no seu conjunto	Transferência ou liquidação de um direito de participação	Fins específicos sem intenção de venda
<ul style="list-style-type: none"> <li>. Venda voluntária</li> <li>. Absorção</li> <li>. Fusão</li> <li>. Transformação</li> <li>. Expropriação</li> </ul> <p>(***)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Retirada de um ou mais sócios</li> <li>. Venda de lote de acções</li> <li>. Herança</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Fiscais ou outros legais</li> <li>. Aumento de capital</li> <li>. Admissão à cotação em Bolsa</li> </ul>

Quadro I.4.1. Motivos determinantes da avaliação de empresas

Nesta enumeração de objectivos incluem-se apenas casos em que a avaliação de empresas serve propósitos que não são de gestão corrente da empresa, mas decisões especiais da empresa.

(\*) Vejam-se, por exemplo, CONSO, Pierre, *Dictionnaire de Gestion Financière*, 3ª ed., Paris, Dunod, 1984, pp. 206-207; U.E.C., *opus cit.*, p. 7; BARNAY e CALBA, *opus cit.*, p. 55.

(\*\*) FERNANDEZ PEÑA, *Determinación del Valor Funcional de las Empresas*, pp. 2-3.

(\*\*\*) Hoje, acrescentar-se-ia *reprivatização*, em países como Inglaterra e França. Em Portugal, a actual Constituição da República Portuguesa opõe-se à *reprivatização* quando no nº 1 do art. 83º, refere a irreversibilidade das nacionalizações.

Conjugando estudos efectuados e casos reais, elaborou-se a seguinte lista de *causas* da avaliação, dependendo da especificidade da empresa e da entidade que pretende a avaliação :

- . compra e venda da "empresa"
- . compra do património global de empresa em funcionamento
- . trespasse de estabelecimento comercial
- . aquisição e alienação de participação
- . cessão de exploração
- . fusão *stricto sensu*
- . incorporação (absorção)
- . cisão
- . herança, legado, doação
- . partilha entre herdeiros ou quinhoeiros
- . liquidação de negócio não rendível
- . falência ou insolvência
- . nacionalização, expropriação
- . extinção de concessão
- . reprivatização
- . resolução de conflito entre sócios
- . apuramento de matéria colectável
- . fixação de valor para emissão de acções em aumentos de capital
- . fixação de valor para pedido de admissão à cotação em Bolsa
- . peritagem judicial
- . acção de divórcio
- . contrato de viabilização
- . cessão de quotas



## II. A PERSPECTIVA DE AVALIAÇÃO COM BASE NO PATRIMÓNIO

### 1. Resenha dos principais critérios

Além da avaliação pelo *valor nominal*, de validade muito limitada, como se anotará, os critérios de apreciação do valor de uma empresa assentaram inicialmente no património, como soma algébrica dos valores contabilísticos dos elementos que o compõem. Assim, começou por avaliar-se a empresa por intermédio do seu *valor contabilístico*, ou seja, o valor da situação líquida evidenciada pela *contabilidade*.

Observando que esse valor — ainda que o mais simples de calcular — nem sempre traduz o "valor real" dos diversos elementos que integram o património de uma empresa, passou-se depois a utilizar o *valor intrínseco*, o qual resulta da análise de cada uma das rubricas do balanço de modo a nele se introduzirem as correcções reputadas convenientes.

Com *Schmalenbach* começou a ser acentuado que a empresa não vale apenas a soma algébrica dos valores dos bens, direitos e obrigações que integram o seu património, mas sim que tem um valor unitário e global que resulta da sua aptidão para o exercício das actividades que são seu objecto(\*). A noção de património começa então a ceder lugar à de capital económico.

---

(\*) A soma dos valores das *partes* pode ser diferente do valor do *todo*.

Fala-se de *valor substancial*, conceito que, no entanto, não aparece logo com recorte preciso e uniforme.

O aprofundamento da noção de *valor substancial* levou à consideração dos *capitais permanentes necessários à exploração*.

Nos pontos seguintes analisam-se os critérios de avaliação de empresas referidos, segundo a ordem pela qual foram indicados.

## 2. Critério do valor nominal

O *critério do valor nominal* (\*) é uma primeira aproximação ao valor da empresa. Enquadra-se na ideia de que apurar o valor de uma empresa corresponde a determinar o valor dos direitos dos titulares do capital sobre a mesma.

O *valor nominal* de uma empresa será o que figura na escritura pública e na acta de constituição ou de aumento de capital (\*\*).

Este critério apenas é aceitável em certos casos de avaliação de empresas aquando da sua criação e não deve usar-se em outras situações, porque não tem em conta os valores das reservas e dos resultados do próprio exercício.

---

(\*) Também se pode falar em *capital nominal*. Consoante a forma jurídica da empresa, o capital nominal assumirá o nome de *social* (sociedades), *público* (empresas públicas), *individual* (empresas em nome individual) ou *cooperativo* (cooperativas).

(\*\*) Conforme dispõe o Código das Sociedades Comerciais, na alínea f) do nº 1 do art. 9º e no nº 1 do art. 87º.

### 3. Critério do valor contabilístico (\*)

O *critério do valor contabilístico* assenta na ideia de que a *situação líquida contabilística* representa o valor do património líquido da empresa, ou, de outro modo, o valor que aos sócios cabe no *património* ou no *capital próprio* da empresa.

O valor da empresa é directamente retirado do último balanço aprovado e, em alguns casos, auditado. Neste sentido, o jurista francês *André Dalsace* define balanço como o quadro que comporta o resumo da avaliação ou medida, num determinado momento, em unidades monetárias nacionais, dos bens e das dívidas de um património (\*\*).

O *valor contabilístico* pode calcular-se por duas ópticas: a concreta (ou real) e a abstracta. Pela primeira, o valor da empresa é dado pelo excesso dos valores dos elementos patrimoniais activos (bens e direitos a receber pela empresa) sobre o dos passivos (obrigações). Pela outra, toma-se o capital próprio ou situação líquida da empresa, o que corresponde a adicionar as parcelas da expressão abstracta do património: capital

(\*) FREITAS PEREIRA, H., *Avaliação Fiscal de Acções não Cotadas*, Lisboa, Direcção-Geral das Contribuições e Impostos, 1983, p. 8, utiliza a expressão *activo líquido* (resultado de tradução do francês), expressão com a qual não se pactua pois gera dúvidas porquanto o termo *líquido*, indicando sempre dedução, pode referir-se tanto às depreciações do activo (registadas através de reintegrações, amortizações e provisões), como aos elementos passivos. Parece, pois, preferível falar-se em *património líquido*, *valor contabilístico*, *valor contabilístico líquido*. Retail fala de *valor aritmético* (cf. RETAIL, LÉON, *L'Évaluation des Fonds de Commerce*, Paris, ed. Sirey, 1961, p. 188).

A expressão *valor contabilístico histórico* também se aceita pois muitos valores do balanço reportam-se a momentos anteriores ao da avaliação.

(\*\*) DALSACE, André, *Le Bilan*, 2ª ed., Paris, P.U.F., 1958, pp. 30 e segs.

social, capital adquirido em anos anteriores (reservas(\*)), e capital formado no próprio exercício (resultados do exercício). Os capitais adquiridos traduzem o aumento do *valor contabilístico* da empresa no tempo, desde a sua criação.

O *critério do valor contabilístico*, sendo de apreensão rápida e simples na sua aplicação, enferma de uma série de limitações, porquanto o balanço ordinário elabora-se tendo em conta princípios, critérios e regras de valorimetria contabilísticos e legais que não podem, com generalidade, atender nem à especificidade da empresa nem aos objectivos da avaliação. Aspectos económicos ou tecnológicos, como a inflação e a obsolescência dos elementos patrimoniais também não são considerados. Assim, o valor da empresa apurado por este critério afastar-se-á com frequência do valor "real" da empresa.

As causas de divergência entre o *activo contabilístico* e o *activo real* são múltiplas. Citam-se as seguintes :

(\*) De um modo geral, as *reservas* são lucros retidos na empresa, com a finalidade, entre outras, de fazer face a eventuais prejuízos futuros. Podem ser constituídas por obrigação (legal, estatutária ou contratual) ou por mera de liberação dos titulares do capital; podem provir de lucros, de prémios de emissão (resultantes da emissão de títulos por valores superiores ao valor nominal), de subvenções ou subsídios e das reavaliações de imobilizado (por actualização dos valores de aquisição e das reintegrações acumuladas).

Anote-se que, por vezes, as *reservas* são constituídas no exercício em curso (estão neste caso as *reservas* por prémio de emissão obtidas em aumentos de capital do ano em curso, por exemplo).

- a) Depreciação da moeda (derivada de movimentos gerais de preços) e variações relativas de preços de certos bens (que, quando englobadas nos movimentos gerais de preços, influem no valor da moeda);
- b) Diferenças entre as amortizações contabilísticas sob a dominante fiscal e as depreciações reais das imobilizações;
- c) Desfasamento entre provisões com propósitos fiscais e necessidades reais de provisões;
- d) Valorização inadequada de certos elementos das existências (FIFO, LIFO, etc.);
- e) Propósitos de formação de reservas ocultas e,
- f) Eventual manutenção de créditos incobráveis no activo.

Concretizando motivos das divergências, assinala-se o que em Portugal é comum :

- a) As reintegrações do imobilizado corpóreo e as amortizações do imobilizado incorpóreo e dos custos plurianuais seguem , mais geralmente, as regras (fiscais) contidas na Portaria nº 737/81 (\*), o que faz divergir os valores contabilísticos do imobilizado dos seus valores reais ;

---

(\*) Datada de 29 de Agosto, emanada da Secretaria de Estado do Orçamento , publicada no Diário da República, I Série, nº 198.

- b) As provisões para depreciações de activos quase sempre seguem regras ditadas pela lei e regras fiscais.
- c) Os desvios que a inflação provoca entre as cifras da contabilidade e os valores reais são atenuados pela reavaliação legal dos activos que tem assumido carácter ocasional mas repetido e apenas relativamente ao imobilizado corpóreo ao serviço da empresa(\*)).

Tentando melhorar o *critério do valor contabilístico*, certos autores(\*\*) sugerem que ao avaliar a empresa se proceda a algumas correcções, nomeadamente :

- a) converter os saldos das contas de balanço em equivalentes a escudos actuais, o que corresponde ao ajustamento pelo nível geral dos preços, ou
- b) actualizar aqueles saldos aplicando índices de preços específicos ou sectoriais.

---

(\*) *Vide*, adiante nota à p.141.

Note-se que os índices publicados em cada ano para efeitos de determinação da matéria colectável de imposto de mais-valias que se usam na reavaliação dos imobilizados referem-se a 31 de Dezembro do ano anterior . Assim, a data a que se reporta a reavaliação legal está desfasada um ano da data a que se referem os mapas financeiros.

(\*\*) LAZZATI, Santiago, ROSENFELD, Félix e CEA, José L., citados em *Metodos Prácticos de Valoración de Empresas*, "Documentos", nº 9, Madrid, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (A.E.C.A.), pp. 20-21.

Distinguem-se activos monetários e activos não monetários, sendo os últimos as existências e os imobilizados; os passivos são, em regra, monetários.

Os índices de preços sectoriais usam-se para actualizar os activos não monetários e o índice geral de preços corrige as rubricas monetárias.

O índice geral de preços será factor de correcção idóneo dos elementos monetários porque estes elementos representam investimentos potenciais que podem dirigir-se a um ou outro sector da economia, cujo 'preço médio' fica determinado por um índice geral.

Os índices de preços sectoriais ou melhor o preço dos distintos bens individuais são mais apropriados para actualizar as rubricas não monetárias (\*).

O critério do valor contabilístico não passa de uma aproximação grosseira ao valor da empresa. Aceita-se, todavia, em especial, em casos como os seguintes :

- a) empresas de criação relativamente recente, e
- b) empresas que tenham atingido muito rapidamente a sua "velocidade de cruzeiro", sendo baixos e estáveis os resultados periódicos e tendo as reavaliações já sido feitas.

---

(\*) CEA, José Luís, *La Información Contable ante la Variación del Poder Adquisitivo del Dinero*, em "Revista Española de Financiación y Contabilidad", Madrid, Editorial de Derecho Financiero, nº 8, p. 267.



As insuficiências assinaladas ao critério do valor contabilístico justificam que não se apure o valor da empresa com base em balanços de gestão, que indicam uma expressão imperfeita do valor da empresa. Impõe-se, pois, a elaboração de um balanço especial, para efeitos de avaliação.

#### 4. CrITÉrio do valor intrínseco (\*)

Para determinar este valor, elabora-se um balanço especial, partindo do balanço contabilístico e nele introduzindo, por *avaliação directa*, correcções, de modo a substituir os valores contabilísticos por valores reais.

Inicia-se o trabalho pela inventariação e teste de titularidade dos elementos existentes na empresa.

Procede-se à contagem de Caixa e à análise das contas de Depósitos, cujos saldos deverão ser reconciliados.

Quanto às dívidas a receber, procede-se à confirmação dos saldos, indaga-se da respectiva idade, atrasos e verifica-se, caso a caso, a (in)cobrançabilidade.

As existências são inventariadas, verificando-se, entre o mais, o seu grau de acabamento, local onde se encontram, estado de conservação e qualidade.

Quanto aos imobilizados, identificam-se, entre outras, características como a identidade, a marca, a capacidade, o ano

---

(\*) Em literatura consultada encontrou-se este critério sob a denominação de *valor matemático intrínseco*, *valor real*, *valor verdadeiro* e *activo líquido real*. A este respeito veja-se, por exemplo, FREITAS PEREIRA, H., *opus cit.*, p. 8 ou o Documento nº 9 da A.E.C.A., *opus cit.*, p. 21.

A nosso ver, concorda-se que se reserve a expressão *activo líquido* para referir o activo bruto (jurídico) após dedução de amortizações (*lato sensu*, incluindo reintegrações e depleções) e de provisões.

BARNAY e CALBA (*opus cit.*, p. 81) usam a expressão *valor real*. De um ponto de vista da empresa, um bem pode ser avaliado de diferentes modos em função da situação, dos resultados de exploração obtidos e dos futuros. Trata-se, pois, de um *real subjectivo* e não de um *real objectivo*.

Pensa-se que em vez de *valor intrínseco*, se pode falar de *valor de inventário corrigido*.

de aquisição, o estado de uso, a vida útil e o valor residual.

No tocante aos passivos há que verificar se têm suporte credível e real.

Depois, classificam-se os elementos de acordo com a respectiva origem e utilização, distinguindo os que são propriedade da empresa dos que a ela não pertencem. Apenas o primeiro grupo será considerado no cálculo do valor *intrínseco*.

Finalmente, procede-se à avaliação. Há, todavia, elementos que embora figurem no balanço de gestão não são objecto de avaliação (pelo critério do valor *intrínseco*), outros poderão sê-lo mas só durante período limitado (\*).

Cada elemento patrimonial é avaliado em "termos reais" e actuais. Para tanto, atender-se-á à titularidade dos bens (propriedade plena ou não), estado (novo ou usado) bem ou mal conservado, grau de obsolescência e préstimo ou utilização efectiva ou possibilidades futuras que encerram, conforme indicações recolhidas nas duas fases anteriores.

Convirá que a avaliação de elementos patrimoniais como existências e imobilizações corpóreas seja efectuada por especialistas nas matérias (terras agrícolas - engenheiros agrónomos; terrenos para construção de edifícios - engenheiros civis, etc.).

---

(\*) Em consequência dos princípios contabilísticos da *especialização dos exercícios* e da *materialidade*, quer referir-se os custos plurianuais registados na conta 47 do Plano Oficial de Contabilidade e as despesas e receitas antecipadas registadas na conta 27 do mesmo diploma. Porém, se a empresa continua e todos os anos tais custos se repetem, por valores aproximadamente iguais ou equivalentes, os saldos da conta 27 não serão de eliminar; e pode suceder algo de semelhante com os custos plurianuais.

A atenção e o cuidado que se põe na avaliação de cada elemento patrimonial dependerá, em parte, da importância relativa que o mesmo represente no património total da empresa.

Por este critério de avaliação, retêm-se ora valores de aquisição, ora valores contabilísticos, ora custos de produção ou de reposição, ora valores de liquidação, ou outros que, em concreto, se revelem adequados.

A reavaliação especial das diferentes rubricas do balanço faz surgir mais ou menos valias o que terá repercussões de natureza fiscal e afectará o valor de rendimento (a tratar adiante).

O valor *intrínseco* representa uma fotografia da empresa em dado momento - é o seu "valor patrimonial real".

Como se vê, o critério comporta limitações. E não evoca a dinâmica da empresa, que se traduz em fluxos, nem considera a potencialidade de geração de rendibilidades (\*).

Porém, o labor do cálculo do valor *intrínseco* perde justificação no caso de se tratar de empresas de menor dimensão.

O critério do valor *intrínseco*, como os outros critérios já descritos, é dominado pela noção de "titularidade patrimonial". Ora, esta noção distancia-se cada vez mais da de empresa como "capital económico".

Pelo que se expôs, conveniente se torna desviar o quadro conceptual da avaliação para os critérios do valor *substancial* e dos *capitais permanentes necessários à exploração*, os quais se afastam das ideias assentes no património *tout court* e aproximam-se das do citado "capital económico".

(\*) Eis a razão porque os critérios da avaliação com base no património não devem normalmente ser tomados isoladamente. Veja-se o Capº IV deste trabalho.

## 5. Critério do valor substancial (\*)

O *critério do valor substancial* assenta na ideia de que a empresa vale o que seria necessário investir para reconstituir o património nela utilizado, no estado em que se encontra.

A determinação do *valor substancial* de uma empresa corresponde à atribuição de valores a uma estrutura produtiva e supõe que não é suficiente avaliar cada um dos elementos patrimoniais da empresa de *per si*, bem como que o valor do todo e o da soma das partes podem ser diferentes o que se prova pela adequação entre as funções que cada elemento desempenha.

Rompendo com o carácter estático comum aos critérios anteriormente descritos, encerra já uma concepção dinâmica da empresa.

O *valor substancial* é o valor real de um instrumento de produção, no sentido de capital económico (\*\*) e não de património ; corresponde ao activo da empresa afecto à produção (o activo *outil*), o que é diferente do património corpóreo da empresa.

Para Jacques Bravard, o *outil* é a substância e o seu valor, o *valor substancial* (\*\*\*).

---

(\*) Também chamado *valor material* ou *valor de reconstituição*.

(\*\*) O termo *capital* usa-se, em economia, no sentido de factor de produção, isto é, de bens anteriormente produzidos postos ao serviço de novas produções, em conjugação com outros factores (cf. FERREIRA, Rogério F., *Gestão Financeira*, 4ª ed., Lisboa, Atica, 1976, p. 307).

(\*\*\*) BRAVARD, Jacques, *opus cit.*, p. 34.

Já Eugène Sage, conclui que a noção de *valor substancial* é o prolongamento lógico da de valor contabilístico corrigido, sugerindo que as diversas rubricas sejam valorizadas de acordo com as regras daquele critério, excluindo os activos não necessários à exploração que devem avaliar-se pelo respectivo valor venal (\*).

O *valor substancial* é um valor do conjunto dos elementos utilizados na exploração, independentemente do seu modo de financiamento. Esse valor global (valor da unidade de exploração enquanto tal) respeitante ao activo não deduzido do passivo, não coincide com o conceito jurídico de *património bruto*, formulado há muito pela doutrina.

O *valor substancial* não é, pois, igual ao activo que figura no primeiro membro do balanço porquanto :

- a) O *valor substancial* não considera todos os activos, mas apenas os afectos à exploração;
- b) O *valor substancial* inclui elementos alheios à empresa, que lhe proporcionam serviços duradouros (\*\*).

---

(\*) SAGE, Eugène, *Comment Evaluer une Entreprise*, Paris, Ed. Sirey, 1979, p. 118.

(\*\*) Estão nesse caso, por exemplo, os bens explorados em regime de *leasing*. Em muitos países não é assim: regras contabilísticas adoptadas ditam que o valor dos bens explorados em regime de *leasing* financeiro figurem no activo do balanço e que seja inscrito no passivo o valor actual das prestações vincendas (cf. *International Accounting Standards* nº 17 e *Financial Accounting Standard* nº 13).

Assim, por exemplo, são elementos do valor *intrínseco* mas não do valor *substancial* os activos não explorados (v.g., baldios, elementos patrimoniais fora de exploração, activos de fruição). E podem ser elementos do valor *substancial*, mas não do valor *intrínseco*, os que se sistematizam no quadro seguinte que são elementos do imobilizado de exploração cuja inclusão ou não no valor *substancial* deve ser especialmente ponderada, por se tratar de casos particulares :

Elementos que não são propriedade da empresa, mas indispensáveis à exploração	Bens explorados sob contrato de arrendamento ou de aluguer
	Bens explorados em regime de <i>leasing</i>
	Bens "detidos" por contrato de empréstimo
Outros casos particulares	Construções em terreno alheio
	Bens expropriados à empresa

Quadro II.5.1. Elementos do imobilizado de exploração cuja inclusão ou não no valor *substancial* deve ser especialmente ponderada

Uma questão é saber se se retém um valor substancial bruto ou um valor substancial líquido.

Dado que o conceito de *valor substancial* ainda não é pacífico entre os autores, o contorno das dificuldades referidas deu origem a diversos entendimentos. O C.N.E.C.B. cita os seguintes conceitos(\*) :

- a) O *valor substancial bruto* representa o activo bruto corrigido, sem dedução de dívidas;
- b) O *valor substancial bruto reduzido* é o valor substancial bruto diminuído dos passivos sem juros, e
- c) O *valor substancial líquido* é o valor substancial bruto deduzido do passivo total.

Barnay e Calba(\*\*) criticam o critério do *valor substancial* referindo que :

- a) O valor substancial é flutuante, pois, segue as variações do ciclo de exploração, e
- b) o uso daquele valor exige que aos resultados seja

---

(\*) Vide, a este respeito, *L'Évaluation des Entreprises*, Bruxelas, ed. de Collège National des Experts Comptables de Belgique, 1969, citado por SAGE, Eugène, *opus cit.*, p. 110.

(\*\*) BARNAY e CALBA, *opus cit.*, p. 81-84.



necessário adicionar custos do financiamento alheio.

O critério do valor substancial apenas permite avaliar uma estrutura produtiva potencial : pode dizer-se que conduz a um valor puramente teórico.

Interessa, pois, avaliar uma estrutura económica real, num momento dado e na situação concreta da empresa que a utiliza na sua exploração.

As críticas apontadas ao critério do valor substancial justificaram que dele se passasse ao dos capitais permanentes necessários à exploração.



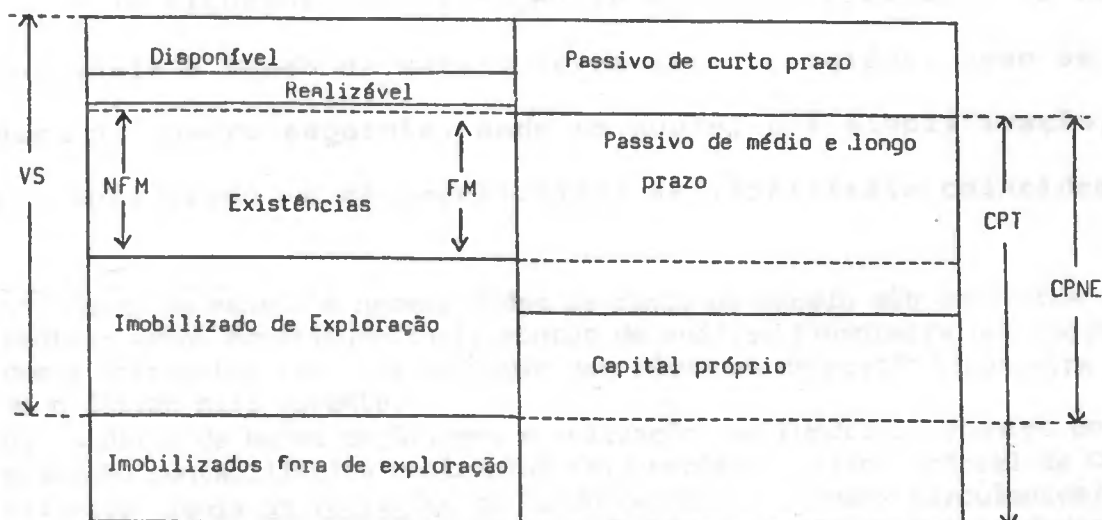
Diagrama 1.1.1 — Fluxo de caixa e investimentos em exploração e financiamento

## 6. Critério do valor dos capitais permanentes necessários à exploração

O conceito de *capitais permanentes necessários à exploração* (C.P.N.E.) foi extendido por Barnay e Calba às matérias de avaliação de empresas.

O critério do valor dos C.P.N.E. baseia-se na ideia de que o valor da empresa se mede pelas necessidades de investimento de carácter permanente para realizar a exploração: valoriza-se não a substância que permite alcançar, potencialmente, aquele objectivo, mas a estrutura produtiva real da empresa, num dado momento.

O esquema seguinte, adaptado de outro apresentado por Barnay e Calba ilustra como encontrar os C.P.N.E (\*):



FM - Fundo de Maneio

CPT - Capitais Permanentes Totais

VS - Valor Substancial

NFM - Necessidades de Fundo de Maneio

CPNE- Capitais Permanentes Necessários à Exploração

Quadro II.6.1. Cálculo dos capitais permanentes necessários à exploração

(\*) BARNAY e CALBA, *opus cit.*, pp. 109-122.

No quadro apresentado, supõe-se que o *fundo de maneo* e as *necessidades de fundo de maneo* coincidem. Porém, a prática das empresas mostra que nem sempre assim acontece.

O quadro mostra que os C.P.N.E. correspondem ao activo imobilizado necessário à exploração, aumentado das necessidades de fundo de maneo (N.F.M.) da empresa (\*). A avaliação de uma empresa a partir dos C.P.N.E. decompõe-se, pois, em dois aspectos : a avaliação dos elementos do imobilizado e a avaliação dos elementos do fundo de maneo.

Quanto à avaliação do imobilizado, devem observar-se se os elementos são ou não propriedade da empresa e se esgotaram ou não a sua vida útil, por um lado, e a idade e a flutuação nas reintegrações acumuladas (\*\*), por outro.

As situações de divergência entre *necessidades de fundo de maneo* e *fundo de maneo* devem ser corrigidas, como se indica no quadro seguinte, onde se supõe, por simplificação, que o *imobilizado* e as *necessidades de imobilizado* coincidem.

(\*) *Fundo de maneo* e *necessidades de fundo de maneo* são conceitos diferentes; ambos constituem instrumentos de análise financeira que correspondem a diferentes fases de evolução das técnicas de gestão financeira, sendo o último mais recente.

Os modelos de Mapas de Origens e Aplicações de Fundos constantes em legislação contabilística contemplam tais noções: o *Plano Oficial de Contabilidade* isola as variações do Fundo de Maneio (Fundos Circulantes), mas já o *Plan Comptable Général Révisé* retém a noção de Necessidades do Fundo de Maneio.

(\*\*) Na análise do plano de investimentos em imobilizado deve considerar-se como a empresa reinveste anualmente as amortizações : funcionalmente ou extra-funcionalmente. A este respeito, veja-se RUBIO, Jesus B., *opus cit.*, pp. 364-365.

SITUAÇÕES POSSÍVEIS		CORRECÇÕES A EFECTUAR (*)
NFM > FM Tesouraria Negativa	de carácter <u>oca</u> <u>sional</u>	A insuficiência de capitais permanentes deve compensar-se por créditos de curto prazo
	de carácter <u>per</u> <u>manente</u>	O comprador deverá investir capitais <u>su</u> <u>plementares</u> (permanentes)
NFM = FM Tesouraria Equilibrada		Nada a rectificar no fundo de maneio
NFM < FM Tesouraria Positiva	de carácter <u>oca</u> <u>sional</u>	Não corrigir; considerar possíveis apli cações de tesouraria de curto prazo
	de carácter <u>per</u> <u>manente</u>	O excesso de capitais permanentes deve juntar-se aos activos fora de explora ção e não se inclui no valor substan cial.

NFM - Necessidades de Fundo de Maneio

FM - Fundo de Maneio

#### Quadro II.6.2. Correções aos capitais permanentes necessários à exploração

Aqui as *necessidades de fundo de maneio* não correspondem à noção estática que se retira directamente do balanço. Ao contrário, assentam no equilíbrio financeiro dinâmico, no sentido de investimento financeiro necessário para compensar os desfazamentos entre os fluxos de exploração reais e as respectivas contrapartidas monetárias (\*\*).

O cálculo das *necessidades de fundo de maneio* é uma função do nível de actividade e da estrutura do fundo de maneio(\*\*\*).

(\*) Nas correções indicadas atender-se-á a que é necessária uma margem de segurança de tesouraria : apenas se excluirá dos C.P.N.E. o excedente para além desse limite.

(\*\*) PIROLLI, Robert, *opus cit.*, pp. 144 e 145.

(\*\*\*) *Idem.*

A estrutura do fundo de maneio varia com as políticas adoptadas, nomeadamente, com as de aprovisionamento, produção, comercialização e financeira praticadas. É, pois, possível que as partes — vendedor e comprador — não defendam posições coincidentes sobre esta questão. Para efeitos de avaliação elege-se a estrutura seguida no passado, desde que respeite um mínimo que impeça rupturas de *stocks*, que corresponda a uma política de crédito que não afugente clientes desejáveis e que permita aproveitar ao máximo os prazos de pagamento a fornecedores.

Quanto ao nível de actividade será o que a empresa atingiria "explorando" o seu complexo produtivo e comercial de modo racional e sem subutilização anormal (\*).

O mérito teórico do critério do C.P.N.E. deve-se, por um lado, ao facto de a noção ser única e, em consequência, deixar de ser necessário optar pelo valor substancial bruto ou líquido e, por outro, ao apelo que faz aos conceitos de *Necessidades de Fundo de Maneio e de Necessidades de Imobilizado*. No entanto, o critério ainda não se transpôs, com generalidade, para o plano das aplicações.

---

(\*) Note-se que um comprador e vendedor podem ter ideias diferentes sobre a gestão da empresa decorrentes de políticas diversas.

### III. A PERSPECTIVA DE AVALIAÇÃO COM BASE NO RENDIMENTO

#### 1. Resenha dos principais critérios

A perspectiva de avaliação atrás descrita contrapõe-se a do *valor de rendimento*(\*), assente na dinâmica dos fluxos que servem de seu aferidor.

Na determinação do valor de rendimento podem aplicar-se com utilidade os princípios apreendidos na teoria do investimento, se bem que na matéria em exame surjam teorizações e particularidades próprias (\*\*).

O valor de rendimento, na sua expressão mais simples, é *da* do pelo *lucro actualizado*. Porém, para tanto, há, que resolver qual o lucro a tomar em conta, havendo consenso que, de uma forma ou de outra, os cálculos devem assentar no lucro normal (nem sempre como resulta da contabilidade). Impõe-se também a escolha da *taxa de actualização* e do *horizonte temporal das projecções*.

Há um diferente critério que se aponta, em particular, para grandes empresas e com vista à negociação de participações minoritárias que se baseia na *actualização dos dividendos* e que tem gerado a elaboração de diversos modelos.

---

(\*) Também conhecido como *valor potencial*, *valor actual*, *valor capitalizado*, *valor descontado* ou *valor de renda*.

(\*\*) A U.E.C., nas recomendações mencionadas, considera que o método teórico correcto de avaliação das empresas deve basear-se em cálculos de *rendibilidade* de dos investimentos.

Um terceiro critério assenta na noção de *cash-flow*. O valor da empresa é, numa variante deste critério, igual à *margem bruta de autofinanciamento* multiplicada por um coeficiente. Trata-se, no entanto, de proposta ainda longe de acolhimento generalizado.

O valor de rendimento deve assentar em estimativas de rendibilidade futura da empresa, a qual é afectada por decisões financeiras como a de investimento, a de financiamento e a da política de dividendos.

O valor de rendimento  $R$  de uma empresa apura-se pela adição de fluxos de rendimento futuro  $F$ , actualizados a uma taxa  $t$  durante um horizonte temporal de  $n$  períodos de amplitude igual, sucessivos. Formalizando, tem-se :

$$R = R(F, t, n),$$

função que assumirá uma expressão do tipo:

$$R = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{F_j}{(1+t)^j} \quad \text{com } j = 1, \dots, n \\ t > 0$$

onde  $F_j$  representa o fluxo de rendimento gerado no período  $j$ ; regra mais geral  $t$  será menor do que 1.

Na exposição que se segue discutem-se alternativas de fluxos, a taxa de actualização e o horizonte das projecções. A terminar, faz-se referência à problemática do valor de rendimento em período de inflação.

## 2. A escolha dos fluxos de rendimento

Para estimar o valor de rendimento de uma empresa, os avaliadores costumam elaborar *cálculos ex post* ou *ex ante*. Pela primeira via, os fluxos de rendimento determinam-se com base em fluxos do passado cuja evolução se projecta no futuro. Pela segunda, os cálculos dos fluxos assentam em estudos de análise e diagnóstico estratégico da empresa. Em qualquer das hipóteses, há sempre informações qualitativas e quantitativas.

Dir-se-á também que o valor de rendimento de uma empresa pode calcular-se a partir de *fluxos económicos*, de *fluxos de tesouraria* ou de *fluxos financeiros*.

Os *fluxos económicos*, os *lucros*, obrigam à análise de custos e de proveitos (\*).

Os *fluxos de tesouraria* representam-se, para efeitos de apuramento do valor de rendimento de uma empresa, pelos *divi*dendos.

Os *fluxos financeiros* apoiam-se no conceito de *cash-flow*, nomeadamente em *margens brutas de autofinanciamento*.

Existe unanimidade em considerar que os fluxos duravelmente realizáveis por uma empresa podem servir de base à determinação do seu valor (\*\*).

---

(\*) Nas empresas comerciais o valor de rendimento pode calcular-se a partir da capitalização das vendas. É o que acontece, com frequência, nas farmácias portuguesas. Vide adiante p. 106.

(\*\*) U.E.C., *opus cit.*, p. 35.



a) O valor de rendimento a partir dos lucros (\*)

Na determinação do valor de rendimento de uma empresa, recorre-se, tradicionalmente, aos lucros obtidos no passado. E o procedimento *ex post* defendido, entre outros, por Schmalenbach, Tondury, Gsell e Kolbe(\*\*). Adota-se ora o lucro fiscal, ora o lucro de "exploração", ora o lucro contabilístico. As três alternativas de lucro histórico referidas afastam-se daquele que deveria obter-se em "condições normais", pelas razões, entre outras, que se indicam no quadro seguinte :

LUCRO HISTORICO	RAZÕES DE DIVERGENCIA ENTRE LUCRO HISTORICO E LUCRO NORMAL
Fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Regista deduções com desfasamento (casos de recusa fiscal de certas provisões)</li> <li>. Assenta em regras que se afastam da realidade económica (critérios fiscais de amortizações, provisões ...)</li> <li>. Não incorpora os custos efectivos "não fiscais"(v.g., multas fiscais, menos-valias)</li> </ul>
De "exploração"	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Afasta-se do lucro normal, se os resultados extraordinários e inorgânicos e de exercícios anteriores forem elevados e de carácter repetitivo.</li> </ul>
Contabilístico	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Respeita princípios contabilísticos legais (***)</li> <li>. Não considera a remuneração do gestor(em certos casos)</li> </ul>

Quadro III.2.1. Razões de divergência entre lucro histórico e lucro normal

(\*) Em rigor, devia falar-se, globalmente, em resultado e não em lucro. No entanto, aceita-se a expressão, porquanto se a empresa gerar prejuízos, considera-se apenas o valor patrimonial (de liquidação) e não o valor de rendimento.

(\*\*) Veja-se PEUMANS, H., p. 255, citado pela A.E.C.A., no Doc. nº 9, opus cit. p. 44.

(\*\*\*) Remete-se, a este respeito, para as regras do Capº XII do Plano Oficial de Contabilidade - o Decreto-Lei nº 47/77, de 7 de Fevereiro, publicado no Diário da República, I Série, nº 31.

As razões apontadas são suficientes para rejeitar a simples extrapolação para o futuro do lucro médio alcançado no passado. Em matéria de avaliação de empresas é essencial eleger fluxos que representem o lucro normalmente auferível pela empresa em funcionamento, devendo objectivar-se a avaliação expurgando os resultados dos efeitos de factores anómalos.

Abandonam-se procedimentos *ex post* e opta-se por estimar os lucros a partir de hipóteses sobre a evolução das oportunidades e dos riscos do *ambiente*, dos pontos fortes e fracos da empresa e das estratégias a adoptar no futuro (\*).

Deve usar-se um resultado *real*, podendo ser um lucro contabilístico corrigido, assente em orçamentos o planeamento estratégico da empresa, se existir.

Para estimar os lucros, a U.E.C. (\*\*) propõe um caminho que se baseia quer em resultados passados, quer em perspectivas futuras :

- a) Elaboram-se mapas de resultados anuais obtidos no passado (por exemplo, por divisões ou por tipo de produtos ou serviços); nesses mapas, consideram-se as reservas ocultas e deduzem-se as participações e distribuições contratuais de lucros, bem como os im

---

(\*) Especial atenção deve ser dada à maturidade dos produtos da empresa (e da concorrência), aos bens substitutos, aos fornecedores e às barreiras à entrada ao sector da empresa.

(\*\*) U.E.C., *opus cit.*, p. 37-55.

postos sobre lucros. O saldo apurado é um lucro comparativo pós-impostos, que fica disponível para aplicação. De acordo com Hirschfeld é esse o valor que pode atribuir-se aos titulares do capital(\*)).

Segundo Jonas, o vendedor não pode exigir do comprador a soma correspondente à participação do Fisco nos resultados da empresa, pois os impostos sobre lucros não lhe trazem vantagens(\*\*).

b) Para que os lucros dos diferentes períodos sejam comparáveis devem respeitar-se os princípios da especialização e da consistência dos exercícios.

c) Entretanto, a série cronológica dos fluxos, deve ser corrigida.

Um método simples de correcção consiste, por exemplo, em agrupar os resultados estimados de cinco exercícios sucessivos e abandonar depois os valores extremos (máximo e mínimo)(\*\*\*).

---

(\*) U.E.C. opus cit., p.48.

(\*\*) Idem.

(\*\*\*) Anote-se que o fluxo de rendimento médio que se obtém por este modo depende da duração do período considerado para o cálculo (3 anos, 5 anos, ciclo conjuntural), que é uma escolha mais subjectiva do que objectiva. Por outro lado, a multiplicidade e a heterogeneidade dos factores que influem nos fluxos e, por conseguinte, o fluxo médio de rendimento estimado a partir de informações passadas, constitui uma grandeza pouco significativa.

Outro processo de correcção consiste em calcular médias móveis, por exemplo, sobre três anos; método que põe em evidência a tendência da sucessão cronológica dos lucros.

Apesar destas correcções, os factores subjectivos da gestão empresarial não são eliminados. E, pois, necessário-insiste-se- objectivar a avaliação, despindo-a das influências *subjectivas* que tenham afectado a gestão anterior.

d) Procede-se, depois , à apreciação das perspectivas futuras, numa óptica de gestão estratégica. Se a empresa tem sido mal gerida, melhorias esperadas de gestão podem trazer redução de custos e aumento de proveitos, entre o mais em função do grau de ocupação e das produtividades. Então, os lucros médios devem ser aumentados.

e) Determinado o fluxo de rendimento médio que pode duramente ser obtido no futuro, fazem-se ainda correcções adicionais : *remuneração do empresário, custo dos capitais da empresa e amortizações.*

. Nas empresas em nome individual, por exemplo, deve aumentar-se o fluxo de lucro futuro (ou reduzi-lo) quando a *remuneração do empresário* contabilizada for superior (ou inferior) à que seria

atribuída à pessoa que o substituir na gestão da empresa a avaliar;

- . O custo dos capitais da empresa não deve interferir na determinação nem do valor de exploração, nem do preço, nem, consequentemente, do valor da empresa; o fluxo a actualizar deve ser um fluxo antes de dedução dos encargos financeiros (\*) e da remuneração dos capitais próprios.
- . As amortizações devem traduzir a depreciação efectiva dos imobilizados.

Só após estas rectificações-e outras que em cada caso se revelem adequadas - os fluxos de lucro devem ser actualizados.

O lucro (diferença entre proveitos)e custos assume um carácter residual e depende de factores que a empresa nem sempre consegue controlar. É o motivo que, por vezes, se invoca para substituir ou complementar o lucro com outros indicadores, na determinação do valor de rendimento (\*\*).

---

(\*) Entenda-se, dedução de encargos de financiamento, não dos "correntes", sazonais, para colmatar insuficiências de fundo de maneio de pequena duração e sazonais a cobrir preferivelmente com empréstimos de tesouraria de curto prazo do que com capitais permanentes.

(\*\*) É também este o argumento usado para reprovar, em certos casos, o lucro, como medida de eficiência de uma empresa. Concorda-se com Cruz Vidal quando afirma que "é na evolução das ideias sobre o objectivo a assinalar às empresas que deveremos proceder à explicação e ao condicionamento dos critérios utilizados para apreciar a eficiência (...) que é constituída pela maior ou menor racionalidade das decisões do empresário-dirigente, depende essencialmente do grau de conhecimento (...) dos diversos aspectos da estrutura e do funcionamento da empresa quer no seu processo interno, quer no que respeita às suas relações externas" (cf. CRUZ VIDAL, C., A Eficiência das Empresas e a sua Medida, Lisboa, 1961, pp. 6 e 68).

b) O valor de rendimento a partir dos dividendos

O "investidor", por vezes, está particularmente interessado no rendimento monetário - *dividendo* - que periodicamente a empresa lhe propicia, desejando manter-se alheado da orientação e gestão.

Com esta preocupação, em vez de se atender ao lucro apurado, calcula-se o valor de rendimento a partir do lucro distribuído : o *dividendo* (\*).

A actualização dos dividendos justifica-se melhor na avaliação de grandes empresas, com acções cotadas e em casos de determinação do valor de participações minoritárias.

Podem seguir-se procedimentos *ex-post* ou *ex-ante*, conforme se actualizem dividendos passados ou fluxos previstos para futuras distribuições.

Em Portugal, a distribuição de dividendos tem assumido carácter residual. As empresas têm optado por não distribuir os lucros, preferindo a sua retenção (\*\*). Razões como o peso da fiscalidade sobre os dividendos têm apoiado tal opção.

---

(\*) Apesar de o dividendo ser uma parcela do lucro, isso não significa, só por si, que o valor de rendimento seja menor quando se actualizam dividendos, em vez de lucros. Com efeito, podem distribuir-se lucros de exercícios anteriores. E também as taxas de actualização, adiante discutidas, podem diferir em cada caso.

(\*\*) A amortização de quotas ou de acções e as aquisições de quotas ou de acções próprias foram, entre nós, preferidas por motivos fiscais, como meios de levantar importâncias das empresas, em vez das distribuições de lucros, dando satisfação ao mesmo objectivo. Este "processo" foi agora cerceado, em grande parte, pelo recente Código das Sociedades Comerciais, o Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de Setembro, publicado no Diário da República, 1ª Série, nº 201.

Por outro lado, as decisões sobre dividendos são ocasionais e nem sempre aparecem inseridas em verdadeiras políticas de distribuição. E têm-se pautado mais por preceitos legais e estatutários do que por critérios de rendibilidade e risco.

Os dividendos são fixados, com frequência, sem atender à real capacidade da empresa para a distribuição e calculam-se com base no lucro contabilístico, que é controverso, pois depende de convenções (v.g., custo histórico, prudência) e de critérios (v.g., amortizações, provisões, valorimetria das existências) discutíveis, manipuláveis e nem sempre conformes com princípios económicos, mas sacrificados por objectivos fiscais.

Os dividendos do passado são, portanto, fluxo precário para o cálculo do valor de rendimento de uma empresa, no caso português.

Por seu turno, as distribuições futuras de lucros estão condicionadas em Portugal por imperativos legais e contratuais, nomeadamente pelos seguintes (\*):

- a) Obrigatoriedade de retenção, a título de Reserva Legal, de pelo menos 5% do lucro apurado em cada exercício, até atingir pelo menos 20% do capital social, nas sociedades(\*\*);

---

(\*) A proposta de aplicação de resultados é aprovada por deliberação da Assembleia Geral a realizar, em cada ano, em regra, até 31 de Março do ano seguinte àquele a que as contas respeitam.

(\*\*) Nas sociedades por quotas, anónimas e, creio, em comandita por acções, cf. arts. 218º e 295º do Código das Sociedades Comerciais.

- b) Obrigatoriedade de constituição de outras reservas, quer por força dos estatutos da sociedade quer por imposição de cláusulas de contrato de concessão, e
- c) Obrigatoriedade de distribuição, a título de dividendos, de, pelo menos, 50% do lucro distribuível de 1986 e dos exercícios seguintes (\*).

Não querendo a empresa desanimar os accionistas, procura dar-lhes um rendimento estável, ou assegurar uma progressão regular nos níveis de dividendos distribuídos, o que permite prever a evolução futura dos dividendos sem grandes margens de erro.

Embora não se apurando lucro em certo exercício, podem, mesmo assim, os accionistas não ver os dividendos alterados. Para isso, procede-se à distribuição de reservas constituídas em exercícios anteriores.

Assim, os dividendos podem ser mais estáveis do que os lucros.

Teoricamente, duas posições opostas podem defender-se a propósito da política de dividendos. Enquanto uns pensam que a distribuição quebra as possibilidades de autofinanciamento e reduz as possibilidades de criação de maior valor substan-

(\*) Cf. arts. 217º e 294º do Código das Sociedades Comerciais. Note-se, contudo, que esta obrigatoriedade pode ser afastada : nas sociedades por quotas, por disposição do pacto social e nas sociedades anónimas, por deliberação unânime dos accionistas em Assembleia Geral.



cial, outros crêem que a não distribuição enfraquece a imagem da empresa entre os accionistas e contribui para a descida das cotações na Bolsa, quando existem.

Pensa-se que as políticas de dividendos devem manter os accionistas satisfeitos e favorecer o desenvolvimento normal das empresas e da economia. No caso português, isso, passaria, porventura, pela:

- a) Correção da fiscalidade sobre os dividendos, muito pesada, distorcida e injusta (\*);
- b) Distribuição de lucros reais, ponderadas as possibilidades reais de pagamento da empresa, determinadas por critérios de rendibilidade e risco e não a partir de resultados contabilísticos;
- c) Coordenação das decisões sobre dividendos com as de investimento e de financiamento da empresa e com os sinais emitidos pela gestão estratégica da empresa.

Legislação recente (\*\*) visando dinamizar o mercado de capitais, relançar o investimento produtivo, capitalizar as empresas e reduzir indirecta e gradualmente o desemprego, dão aos dividendos, na actualidade, um carácter conjuntural.

(\*) Espera-se que o resultado dos trabalhos da Comissão de Reforma Fiscal, em curso, afastem estes defeitos do sistema fiscal actual.

(\*\*) Cf., por exemplo o Decreto-Lei nº 409/82 de 29 de Setembro, publicado no Diário da República, 1ª Série, nº 226, o Decreto-Lei nº 182/85, de 27 de Maio, publicado no Diário da República, 1ª Série, nº 121 e o Decreto-Lei nº 172/86, de 30 de Junho, publicado no Diário da República 1ª Série, nº 147.

Foram desenvolvidos diversos modelos de avaliação de acções (\*), com interesse em especial para avaliar partes de empresas.

Conhecido o valor de uma acção e o número de acções de uma empresa pode encontrar-se facilmente o valor de rendimento.

Considerando um dividendo anual  $d$  constante, recebido durante um número ilimitado de anos (\*\*), e uma taxa de rendimento por acção  $t$ , o valor de uma acção será :

$$R_a = \frac{d}{t}$$

e sendo  $N$  o número de acções da empresa, o valor de rendimento da empresa será:

$$R = R_a \times N$$

---

(\*) Não se apresentam aqui esses modelos.

A este respeito, veja-se, por exemplo, PIROLI, Robert, *opus cit.* ou AAVV, *Valoración de Acciones*, compilação elaborada pela Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, de Madrid, onde se desenvolvem os principais modelos. Esses modelos apoiam-se ora na *análise fundamental*, ora em *análises técnicas*. Os primeiros, partindo das informações contidas em mapas financeiros históricos e previsionais, aceitam ora o equilíbrio (modelos de valoração intrínseca) ora o desequilíbrio que canaliza o investimento para determinadas acções e não para outras (modelos de comportamento). Os outros, elegem variáveis críticas, como as cotações e os volumes de transacção, cuja evolução histórica registam *graficamente* e, a partir daí constroem índices de comportamento passado dos títulos na Bolsa donde tentam inferir o futuro.

(\*\*) Pressupõe-se a duração perpétua da empresa.

Se os dividendos crescerem anualmente a uma taxa  $g$ , inferior a  $t$  (\*), o dividendo  $d_j$  do período  $j$  é:

$$d_j = d_{j-1} \times (1+g) \quad \text{ou}$$

$$d_j = d_1 \times (1+g)^{j-1}$$

e o valor de rendimento da empresa, considerando um horizonte ilimitado :

$$R = \frac{d_1}{t-g} \times N$$

Está a supor-se ainda, que todas as acções têm as mesmas características e conferem iguais direitos e que a empresa tem uma duração perpétua.

*Guild e Williams* (\*\*), por exemplo, propõem um modelo de avaliação de acções a partir dos dividendos de  $n$  anos futuros e do valor de venda  $A_n$ , da acção no fim do ano  $n$  :

$$R_a = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{d_j}{(1+t)^j} + \frac{A_n}{(1+t)^n}$$

Sendo  $A_n$  determinado em função dos dividendos esperados nos períodos posteriores ao de ordem  $n$ .

Note-se que quando o investidor não deseja apenas obter uma corrente de dividendos, mas também o crescimento do potencial produtivo da empresa e não deseja alienar a sua parte de capital, estes modelos estudados perdem generalidade.

(\*)  $g < t$  garante a convergência da série de fluxos de dividendos.

(\*\*) PIROLI, Robert, *opus cit.*, p. 156, citando GUILD, S. *Stock Growth and Discount Tables*, Boston, Massachusetts, Financial Publishing Co., 1931 e WILLIAMS, J., *The Theory of Investment Value*; Cambridge, Harvard Free Press, 1938.

c) O valor de rendimento a partir dos cash-flows

O princípio da especialização dos exercícios impõe cortes anuais na vida da empresa e põe problemas difíceis, ainda não totalmente resolvidos pela doutrina (v.g., no que respeita a reintegrações, amortizações, provisões, avaliações das existências e despesas e receitas antecipadas).

O apuramento do valor de rendimento de uma empresa a partir do *cash-flow de exploração* é forma de contornar algumas das dificuldades enumeradas.

*Cash-flow* é, todavia, termo ambíguo, porquanto consente várias definições. O significado menos impreciso é o de fluxos de tesouraria, ou seja, pagamentos e recebimentos (*in-flows* e *out-flows*) durante um certo período.

Na avaliação de empresas utiliza-se o *cash-flow bruto de exploração* que é dado pelos meios financeiros libertos em cada ano sucessivo determinado pela adição do lucro líquido pós provisão para impostos com *reintegrações*, *amortizações*, certas provisões e *juros de financiamento*.

Os *cash-flows* não constituem indicador válido de rendibilidade. Conduzem a conclusões menos exactas nas comparações entre empresas. Não tomam em conta, por exemplo, diferentes níveis de automação. Uma empresa que substitua homens por máquinas gerará, devido a isso, *cash-flows* mais elevados, o que não implica necessariamente rendibilidades maiores.

Embora o *cash-flow* não informe suficientemente sobre a rendibilidade real da empresa, propicia informações úteis :

- a) É uma grandeza mais homogênea (\*) do que o lucro;
- b) É bom índice do potencial de crescimento e do robustcimento da empresa;

Também aqui podem seguir-se procedimentos *ex-post* ou procedimentos *ex-ante*.

Ao procurar calcular o valor de rendimento a partir de *cash-flows* passados ignoram-se as necessidades de financiamento futuro da empresa, por um lado, e os reinvestimentos em imobilizado e em fundo de maneio por outro. Por isso, esses cálculos apenas são aceitáveis para avaliar empresas que atingiram a maturidade, ou seja, quando os fluxos gerados permitam manter aproximadamente constante a capacidade operacional da empresa(\*\*).

---

(\*) Também há dificuldades de homogeneização dos *cash-flows* de períodos diferentes em diversos casos (por exemplo, quando se usam contratos de *leasing* suficientemente diferenciados).

(\*\*) Esta ideia está na base dos métodos do *discounted cash-flow* que actualizam fluxos de receitas e despesas futuras, conceitos usados na escolha de investimentos.

Cf. DE BODT, *La Valeur de l'Entreprise*, "Annales de Sciences Economiques Appliquées", XXVII ème. année, Dezembro, 1969 e MERRET e SYKES, *the Finance and Analysis of Capital Projects*, Longmans Green & Co., 1963.

### 3. Horizonte temporal das previsões

A escolha do horizonte das previsões não consegue, geralmente evitar alguma arbitrariedade. Depende de aspectos como, por exemplo, a influência pessoal dos sócios na empresa, na clientela e no meio bancário.

Tendencialmente, quanto maior for a influência pessoal dos actuais titulares do capital da empresa, menor deverá ser, em caso de cessão, o horizonte temporal das previsões. Porém, é possível admitir que a mudança de titularidade, e a consequente circunstância de a empresa não mais contar com os antigos sócios, por vezes, os fundadores que, no passado, consolidaram a empresa, não compromete o rendimento : qualidades de liderança e competência técnica reveladas pelos novos proprietários, maior imaginação, iniciativa e racionalidade de gestão permitirão obter no futuro sólidos resultados.

Por vezes, o horizonte das previsões está, à partida, fixado. É o caso de explorações sob contrato de concessão ou de empresas que têm o direito de explorar patentes alheias durante um certo período ou que foram criadas para cumprimento de certa finalidade, em prazo previamente estipulado.

Na escolha do horizonte temporal, duas hipóteses podem, teoricamente considerar-se : duração ilimitada ou duração limitada da empresa.

O mais simples, consiste em considerar que a empresa não se extinguirá (\*). Quando assim for, o valor de rendimento  $R$  é dado por uma série de anuidades cujo limite é igual a :

$$R = F/t (**),$$

onde  $F$  é o fluxo médio de rendimento periódico e  $t$  a taxa de actualização ou, supondo que os fluxos crescem a uma taxa anual  $g$ , inferior a  $t$ :

$$F_j = F_{j-1} \times (1 + g) \quad \text{ou} \quad F_j = F_1 (1 + g)^{j-1} \quad \text{e}$$

$$R = \frac{F_1}{t - g}$$

Atentas as frequentes e profundas mutações que no mundo actual ocorrem e a precaridade de certos elementos que afectam os fluxos de rendimento é, contudo, difícil aceitar que uma empresa dure ilimitadamente.

Parece, pois, mais realista, embora com sacrifício da simplicidade dos cálculos, limitar o horizonte das previsões de fluxos de rendimento. Fixando-o em  $n$  períodos, o valor de rendimento  $R$  será dado pela expressão :

(\*) A duração ilimitada da empresa encontra justificação no princípio da continuidade da empresa, segundo o qual uma empresa opera continuamente, com duração ilimitada. A lei portuguesa prevê tal hipótese, no capº XII do Plano Oficial de Contabilidade (Decreto-Lei nº 47/77, de 7 de Fevereiro).

(\*\*) Alguns autores apenas falam em valor de rendimento nesta hipótese. Veja-se, por exemplo, VIEL, Jakob, BREDT, Otto e RENARD, Maurice, opus cit., pp. 27 e 32.

$$R = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{F_j}{(1+t)^j}$$

onde  $t$  é a taxa de actualização e  $F_j$  o fluxo de rendimento gerado no período  $j$ .

Tomando um fluxo periódico médio  $F$ , pode simplificar-se aquela expressão do valor de rendimento :

$$R = a_n | t \cdot F$$

onde  $a_n | t$  representa o valor de  $n$  unidades recebidas uma em cada um dos  $n$  períodos, actualizadas à taxa  $t$ , ou seja,  $a_n | t$  é o valor actual à taxa  $t$  de uma renda inteira de  $n$  termos unitários, postecipados.

Segundo Merret e Sykes (\*) o horizonte das previsões deve estimar-se pelo menos em 20 anos, embora, em geral, quando não se possa prever a data de liquidação da empresa, se suponha uma duração ilimitada (\*\*). Ao contrário, e segundo Peter Drucker "nas expectativas e nas antecipações de uma empresa, geralmente aplica-se a antiga regra de estatística de acordo com a qual tudo o que excede vinte anos é igual a infinito (*sic*) e, como as expectativas superiores a vinte anos ... têm normalmente um valor actual de zero, deve atribuir-se-lhes só um mínimo de recursos e esforços actuais" (\*\*\*).

(\*) MERRET e SYKES propõem cálculos para três horizontes : 20 anos, 50 anos e considerando uma duração ilimitada.

(\*\*) *The Finance and Analysis of Capital Projects*, Londres, Longmans Green and C., 1963, citado por BARNAY e CALBA, *opus cit.*, p. 100.

(\*\*\*) DRUCKER, Peter, *La Gerencia*, Buenos Aires, El Ateneu, 1975, p. 89, citado por A.E.C.A., Documento nº 4, *opus cit.*, p. 85.



Ao pensar-se numa empresa de prospecção de petróleo, a hipótese de *Merret e Sykes* não convirá. Já, por exemplo, para a *General Motors* ou para a *Vista Alegre* não assenta bem a proposta de *Peter Druker*, pois são empresas que vêm do século passado. (\*).

Vinte anos pode parecer uma escolha discutível, mas aceita-se por duas razões: por um lado, prever a prazos mais longos torna-se difícil; por outro, os fluxos de períodos muito afastados do momento da avaliação, quando actualizados, tomam valores reduzidos que podem, para efeitos de apuramento do valor de rendimento, ser desprezados(\*\*).

Considerando um fluxo de rendimento periódico médio  $F$ , o valor de rendimento, dado por  $R = F \times a_{\overline{n}|t}$ , é uma função de  $t$  e de  $n$ . Sendo  $t$  dado ( $t=t'$ ) e  $n$  variável, ter-se-á  $R(n) = F \times a_{\overline{n}|t}$ , apenas função de  $n$ , função cuja representação geométrica num sistema de eixos cartesianos é uma curva com a forma seguinte :

(\*) O fluir incessante da realidade e o ritmo a que as mudanças se dão tornam as previsões mais difíceis, apesar do avanço conseguido nos instrumentos e técnicas de previsão. Nota-se, pois, que hoje as previsões tendem a ser prazos mais curtos do que outrora.

(\*\*) O que se afirma torna-se mais aceitável se a taxa escolhida para actualizar os fluxos de rendimento periódico médio for elevada.

Atente-se, pois, na seguinte amostra de factores de actualização :

n \ t	1%	5%	10%	20%	30%
20	.819 544	.376 889	.148 644	0,026 084	0,005 262
30	.741 923	.231 377	.057 309	0,004 213	0,000 382
40	.671 653	.142 046	.022 095	0,000 680	0,000 028
50	.608 039	.087 204	.008 519	0,000 110	0,000 002

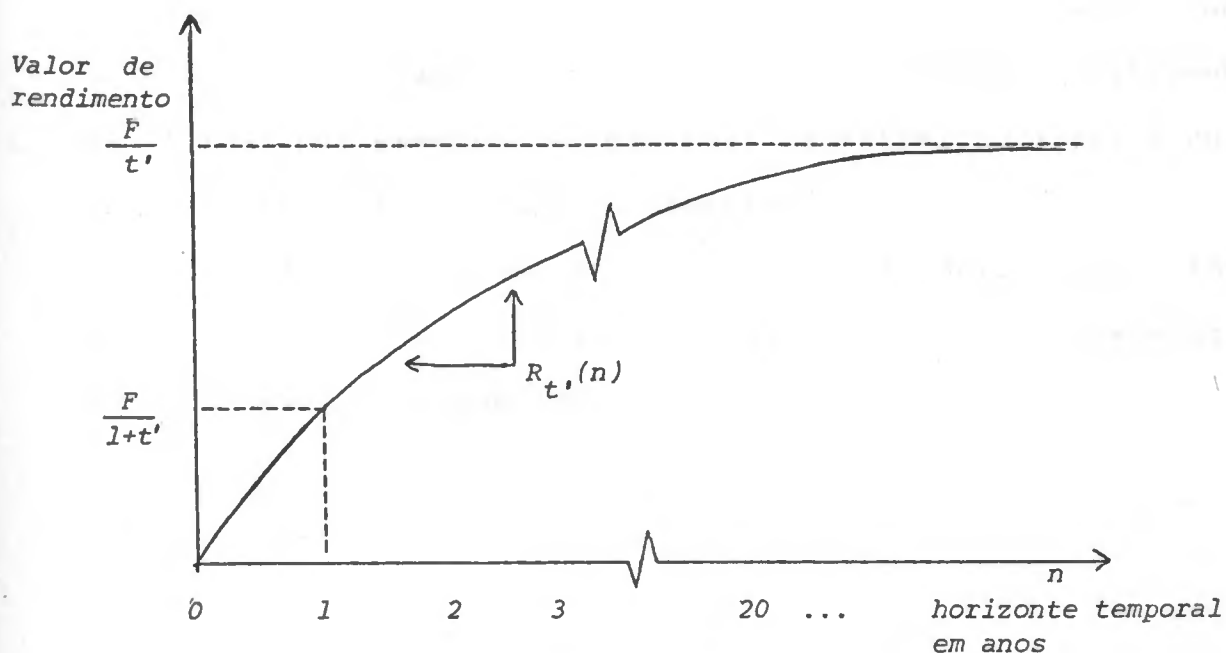


Gráfico III.3.1. Representação da função  $R_{t'}(n)$

A curva tem a sua representação no primeiro quadrante (\*).

A medida que  $n$  aumenta, *caeteris paribus*, o valor de rendimento  $R$  cresce, tendo como limite o valor  $F/t'$ , quando se considera um horizonte ilimitado para as projecções, isto é, quando  $n \rightarrow +\infty$  (\*\*). Daqui que, quando se parte da hipótese de que a empresa terá vida perpétua, se considerare que o seu valor de rendimento é  $F/t'$ .

A concavidade das curvas representativas de  $R(n)$  em que  $n$  é variável independente e  $t$  se considera um parâmetro, decresce quando  $t$  aumenta.

(\*)  $n \geq 0 \wedge R_{t'}(n) \geq 0$ .

(\*\*) Se  $F$  crescer a uma taxa  $g$ , inferior a  $t$ ,  $\lim_{n \rightarrow +\infty} R_{t'}(n) = F_1(t-g)$ .  
Supõe-se que  $F_j = F_{j-1} \times (1+g)$  ou  $F_j = F_1 \times (1+g)^{j-1}$ .

Normalmente, consideram-se fluxos anuais e fixa-se o horizonte em anos. Nada impede, contudo, periodização diferente dos fluxos (por exemplo, trimestral, semestral ou igual à duração do ciclo de exploração da empresa).

Se assim for, o cuidado de proceder à conversão da taxa de actualização anual na taxa equivalente do período seleccionado não deve ser esquecido (\*).

(\*) A taxa  $t_e$  equivalente à taxa anual  $t$  calcula-se assim :

$$(1 + t) = (1 + t_e)^\alpha \iff t_e = \sqrt[\alpha]{1 + t} - 1$$

em que  $\alpha = \beta / \delta$ , sendo  $\beta$  o período da taxa  $t$  e  $\delta$  o período de tempo a que se refere  $t_e$ .

Encontrou-se em obra consultada (\*) nota indicativa para a fixação do horizonte das previsões, que sugere a redução de  $n$  quando a aleatoriedade for maior :

Horizonte	Descrição das situações
2 a 5 anos	Em negócios muito aleatórios
3 a 7 anos	Em empresas ou actividades onde a actividade pessoal do proprietário é preponderante, como as profissões liberais.
8 a 12 anos	Em empresas semi-artesanais onde o "afreguesamento" e o capital investido são apreciáveis.
20 anos	Em empresas industriais ou comerciais de primeira classe, muito estáveis, cotadas no mercado, disfrutando de marcas antigas reputadas, etc. Só muito excepcionalmente deverá ser usado o limite superior. Na prática, por se reconhecer que não existe uma estabilidade absoluta, convirá que o período se fixe entre os 12 e os 17 anos.
ilimitada	Em empresas que beneficiem de uma situação privilegiada no mercado. Será conveniente, contudo, fixar o máximo entre os 15 e 20 anos.

Quadro III.3.1. Regras para a fixação do horizonte temporal das previsões

(\*) Cf. CONDE, Artur, *Contribuição para a Determinação do Valor Real duma Empresa Comercial*, Lisboa, 1963, p. 9.

#### 4. Fixação da taxa de actualização

A actualização dos fluxos justifica-se para ter em conta as duas dimensões não triviais das finanças: o tempo e a incerteza(\*)).

Há necessidade de actualizar os fluxos porque um escudo hoje disponível vale mais do que um escudo disponível apenas em momento futuro. Um escudo hoje, sendo investido, gerará rendimento. E um escudo seguro hoje vale mais do que um escudo com risco amanhã.

Representando por  $F_j^j$  o fluxo de rendimento gerado no período  $j$  reportado ao final desse período e por  $t$  a taxa de actualização (\*\*), o valor actual  $F_j^p$  daquele fluxo para o final de um período  $p$  anterior a  $j$  será dado pelo produto seguinte:

$$F_j^p = F_j^j \times \frac{1}{(1+t)^{(j-p)}} \quad j > p \quad t > 0$$

A expressão  $\frac{1}{(1+t)^{(j-p)}}$  denomina-se factor de actualização e é sempre inferior a um (\*\*\*).

(\*) A incerteza poderá ser considerada também no horizonte das previsões, nos fluxos ou nestas variáveis e na taxa de actualização em simultâneo.

(\*\*) Também denominada taxa de desconto, hurdle rate, custo de oportunidade (Cf. BREALEY, Richard e MYERS, Stewart, *Principles of Corporate Finance*, Nova Iorque, McGraw-Hill, 1981, p.12). Igualmente se denomina taxa calculatória.

(\*\*\*) Se a taxa de actualização variar de período para período, o factor de actualização do final do período  $j$  para o final do período  $p$  será o inverso de um produtório de  $(j-p)$  factores:

$$\frac{1}{\prod_{k=p}^j (1+t_k)} = \frac{1}{(1+t_p) (1+t_{p+1}) \dots (1+t_{j-1}) (1+t_j)}$$

O princípio da aditividade do valor (\*) estatui que o todo é igual à soma das partes. E permite apurar o valor de rendimento  $R$  a partir da adição dos fluxos periódicos de rendimento gerados ao longo do horizonte das previsões:

$$R = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{F_j}{(1+t)^j}$$

Se  $F_j = F$ , constante, os valores de  $R$  serão dados por  $R = F \cdot a_{\overline{n}|t}$  função de  $n$  e  $t$ . Sendo  $n$  dado ( $n=n'$ ) e  $t$  variável, ter-se-á  $R(t) = F \times a_{\overline{n'}|t}$  apenas função de  $t$ , cuja representação geométrica num sistema de eixos cartesianos é uma curva com a forma seguinte:

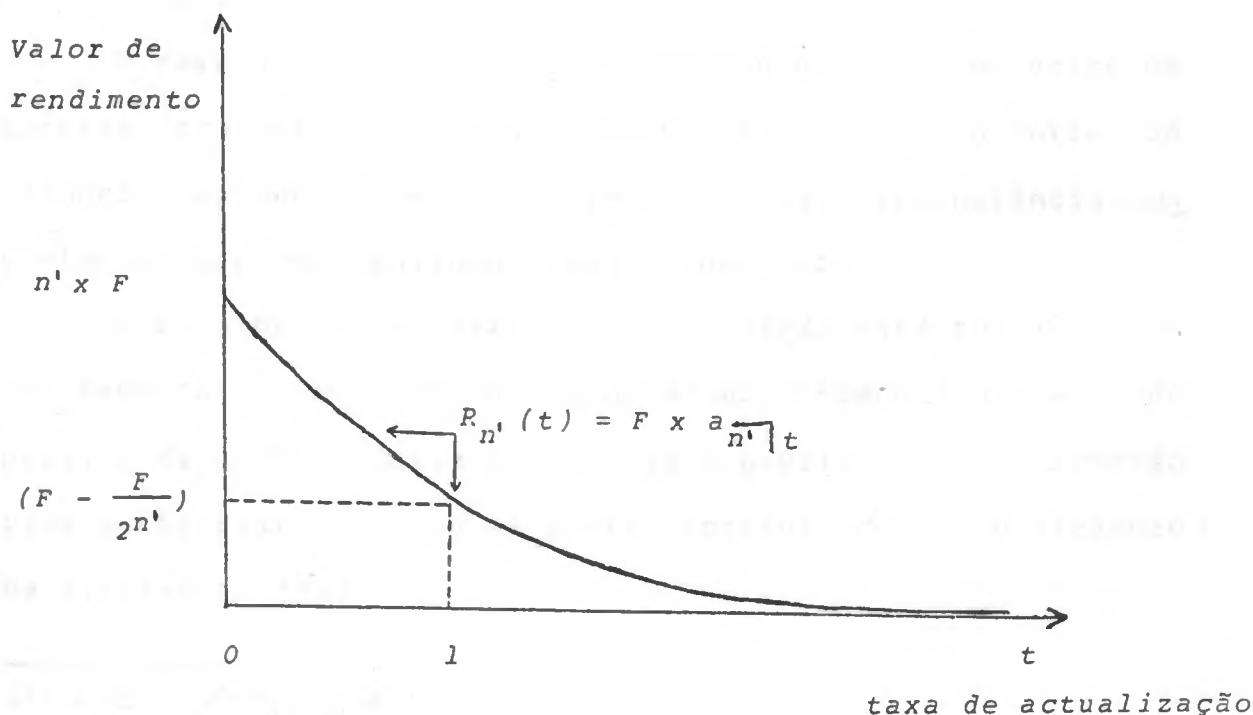


Gráfico III.4.1. Representação da função  $R_{n'}(t)$

(\*) Também chamada lei da conservação do valor  
Cf. BREALEY, Richard e MYERS, Stewart, opus cit., p.733.

A curva tem a sua representação no primeiro quadrante(\*).

E sempre decrescente e assintótica ao eixo das taxas (abscissas) : à medida que a taxa de actualização aumenta, *ceteris paribus*, o valor de rendimento diminui.

A convexidade das curvas representativas de  $R(t)$ , em que  $t$  é variável independente e  $n$  se considera um parâmetro, cresce com  $n$ .

Diferenças mínimas na taxa escolhida podem ocasionar variações importantes no valor de rendimento.

A taxa de actualização representa a recompensa que um investidor exige para aceitar o diferimento temporal dos fluxos, ou seja,  $t$  é a taxa de rendibilidade esperada, oferecida pelas aplicações alternativas comparáveis, com grau de risco igual ao do projecto "avaliação de empresa": é um custo de oportunidade do capital.

A taxa de actualização não recolhe unanimidade entre os autores (\*\*) pela dificuldade de chegar a um acordo entre as grandezas em questão e pela diversidade das circunstâncias concretas em que uma avaliação real se pode pôr.

A escolha de uma taxa de actualização está condicionada por aspectos como a conjuntura geral do mercado financeiro do país, a situação própria da empresa a avaliar e as circunstâncias particulares em que as partes interessadas se posicionem na avaliação (\*\*\*).

---

(\*)  $t \geq 0 \wedge R_t(t) \geq 0$

(\*\*) Assim, enquanto Montgomery propõe taxas de 8% a 10%, Diksee indica taxas entre 10% e 33% (vide A.E.C.A., doc. nº9, opus cit., p.47).

Certos autores decompõem a taxa de actualização em taxa base e prémio(s) de risco. A este respeito, veja-se, por exemplo, COOLEY, Philip, ROSENFELD, Rodney e CHEW, It-Koeng *Capital Budgeting Procedures under Inflation*, in "Financial Management", Winter 1975, pp.18-27 e este trabalho pp. 87-97.

(\*\*\*) E pela preferência pelo risco das partes interessadas na avaliação da empresa.

Aspectos como diferenças fiscais entre formas alternativas de remuneração dos capitais próprios e alheios, custos de transacção das aplicações alternativas, grau de eficiência dos mercados financeiros de curto prazo e de capitais, variabilidade das taxas de câmbio e de inflação, também condicionam a taxa de actualização.

O valor de uma empresa deve reflectir a informação disponível.

A teoria da eficiência dos mercados surge em três versões (\*) que correspondem a diferentes definições de *informação disponível* : a *forma fraca* de eficiência, a *forma semi-forte* e a *forma forte*.

A *forma fraca* diz que os preços reflectem apenas a *informação histórica*. A *forma semi-forte* diz que os preços reflectem toda a *informação publicamente conhecida*. Na *forma forte* os preços traduzem toda a *informação adquirível*, incluindo a *interna*, dos *insiders*.

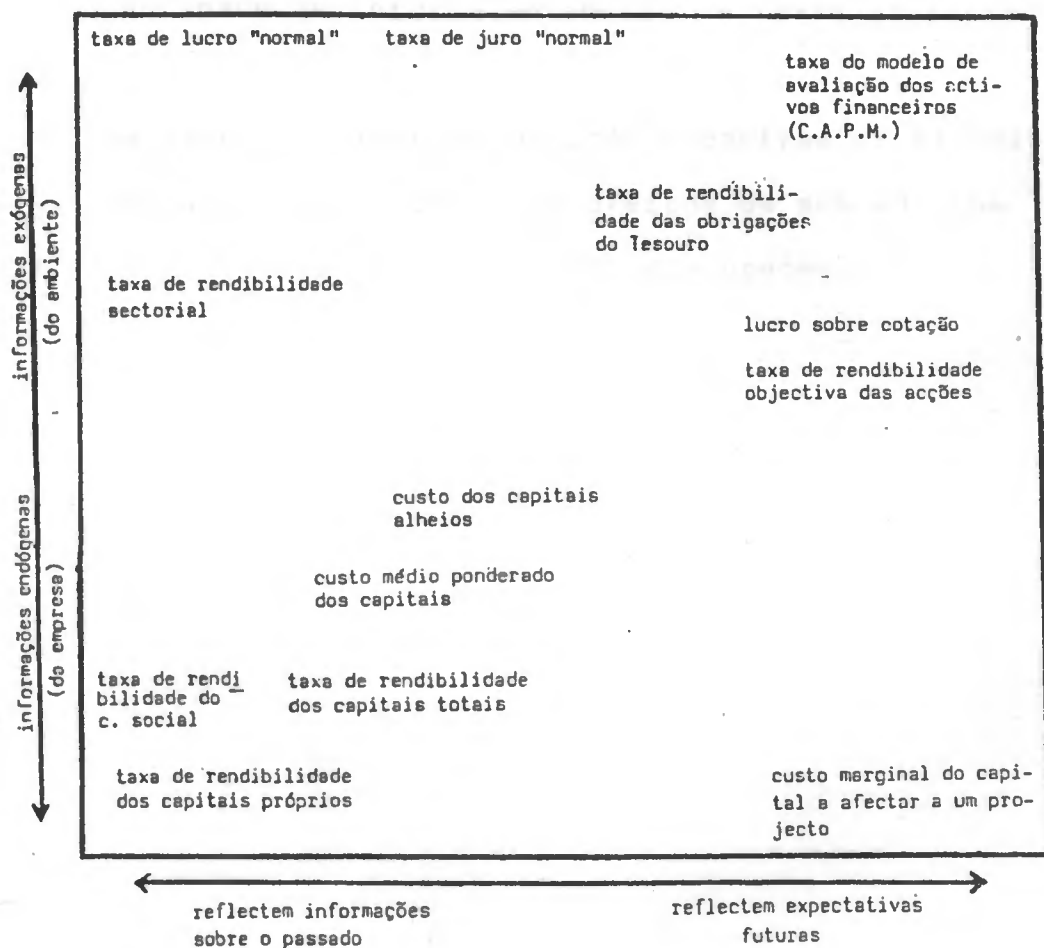
Tentou-se sistematizar as taxas em função do tipo de *informação* que reflectem : *informação passada* e *expectativas sobre o futuro*, por um lado, e *informação endógena à empresa* e *informação do meio ambiente*, por outro.

---

(\*) ROBERTS, Harris, *Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market* (artigo não publicado, apresentado ao "Seminar on the Analysis of Security Prices", University of Chicago, Maio de 1967) citado por BREALEY, Richard e MYERS, Stewart, *opus cit.*, p. 262.



Em função destes aspectos, encontraram-se, entre outras, as seguintes taxas, que, teoricamente, podem servir para actualizar os fluxos de rendimento, isto é, como medida da rendibilidade exigida pelas partes que requerem a avaliação de uma empresa (\*) :



Quadro III. 4.1. Resumo de taxas para efeitos de avaliação.

(\*) Note-se que a taxa diferirá, de entidade para entidade, pois cada uma tem o seu custo de oportunidade do capital, em cada momento.

A escolha da taxa de actualização poderá recair sobre um universo muito numeroso, de que aqui se refere apenas uma amostra.

A medida que se sobe no quadro-resumo de taxas, caminhando no sentido da diagonal e da esquerda para a direita, maior quantidade de informação contém as taxas aí explicitadas.

De seguida, discutem-se prós e contras de algumas das taxas indicadas no quadro, para efeitos da sua escolha como taxa de actualização na avaliação de empresas.

a) *Taxa de "juro normal"*

Jonas justifica a escolha desta taxa, para efeitos de de terminação do valor de rendimento, referindo que o juro é o preço normal numa dada economia nacional fixado para poder dis por de um capital durante um período determinado. Mas, por ou- tro lado, o juro, serve igualmente para medir o valor de uma fonte de rendimento. Esta característica de instrumento de me- dida atribuída ao juro não depende das modalidades de investi- mento de capital. Quem empresta, deve, para apreciar o valor económico dessa colocação, compará-la com a taxa de juro em vi- gor no país e quem adquire uma empresa ou parte dela deve pro- ceder do mesmo modo (\*).

A nosso ver, deve ter-se presente que o mercado financei- ro é um mercado imperfeito, que se decompõe em mercados par- ciais consoante a natureza e as modalidades de empréstimo e, em cada caso concreto, o preço do crédito (a taxa de juro) po- de diferir.

Não há, pois, no mercado financeiro, uma taxa única, mas, uma pluralidade de taxas (\*\*).

---

(\*) JONAS H., *Bestimmung des Kapitalisierungszinsfusses, bei der Untern- chmungsbewertung*, Z f B, 9/1954 (A determinação da taxa de actualização em matéria de avaliação de empresas), p. 488, citado por VIEL, BREDT e RENARD, *opus cit.*, p. 85 e pela U.E.C. *opus cit.*, p. 51-52.

(\*\*) Actualmente, existem limites (máximos, para as taxas activas e míni- mos, para as passivas) fixados por aviso do Banco de Portugal.

Refira-se que, deixando ao sistema financeiro alguma liberdade na fi- xação das taxas, caso a caso, consegue-se um grau de eficiência maior.

Por um lado, o mercado financeiro oferece à poupança taxas variáveis em função do período de utilização dessas poupanças e da importância do risco.

Por outro lado, as empresas que recorrem ao crédito pagam taxas diferentes, consoante o tipo de financiamento obtido, o período do reembolso e a sua capacidade de negociação do crédito (\*).

Em qualquer caso, há ainda que distinguir-se as taxas de juro reais e as taxas de juro nominais, cuja relação foi definida por *Fisher*, do seguinte modo :

$$(1 + r) = \frac{1 + t}{1 + j} \quad \text{ou} \quad (1 + i) = (1 + r)(1 + j)$$

em que  $t$  é a taxa de juro nominal,  $r$  a taxa de juro real e  $j$  a taxa de inflação (\*\*).

Será, portanto, difícil escolher a taxa de "juro normal" para taxa de actualização.

---

(\*) Nos últimos anos, em Portugal, as taxas têm sido mais função da duração dos empréstimos do que dos diferentes graus de risco das empresas que recorrem ao crédito.

(\*\*) Cf. NEVES, Júlio, *Alguns Aspectos sobre Taxa de Juro Real e Taxa de Juro Nominal*, s.d. (nota não publicada). Veja-se também o que se expõe no ponto 5. do Capº III. Terá ainda que atender-se à fiscalidade no cálculo das taxas de juro dos vários agentes económicos.

b) *Taxa de rendibilidade sectorial* (\*)

Para que a avaliação de uma empresa se apoie na rendibili  
dade sectorial é condição que as empresas do sector sejam, em  
regra, geridas eficazmente, o que geralmente não acontece. Dife  
renças de dimensão (\*\*) ou de estrutura de capitais entre as em  
presas de um mesmo sector de actividade são motivo para que o  
indicador de *rendibilidade sectorial* perca significado.

Por outro lado, nem sempre estão disponíveis dados numéri  
cos que permitam o cálculo daquele indicador.

E surgem dificuldades no cálculo da *rendibilidade* secto  
rial, em casos de empresas cuja actividade se estende a mais de  
um sector de actividade.

Além disso, pode não existir uma tendência central para  
o indicador, e nesse caso a média esconderá uma realidade mais  
complexa (por exemplo, bimodal).

Portanto, a *taxa de rendibilidade sectorial* não constitui  
base adequada para actualizar fluxos de rendimento, com o objec  
tivo de apurar o valor de rendimento de uma empresa.

(\*) Pode calcular-se de vários modos: para  $j$  empresas, com capitais pró  
prios  $C_j$  e lucros  $L_j$ , a taxa de *rendibilidade sectorial* é dada por :

$$\frac{1}{n} \times \sum_{j=1}^n \frac{L_j}{C_j} \quad \text{ou} \quad \sum_{j=1}^n L_j / \sum_{j=1}^n C_j, \quad \text{ou seja,}$$

como média de rendibilidades "individuais" ou como a rendibilidade dos "ca  
pitais próprios totais" aplicados no sector (que já não é bem uma média).

(\*\*) Pode calcular-se a taxa de *rendibilidade sectorial* como uma média pon  
derada, onde os pesos sejam indicadores da dimensão da empresa, mas persis  
tem dificuldades na escolha daqueles pesos (v.g., lucro, número de  
trabalhadores, activo total, valor acrescentado).

c) *Taxa de rendibilidade dos capitais próprios (\*)*

A *rendibilidade dos capitais próprios* é calculada a partir dos resultados da empresa. Ora, como estes são elementos dos fluxos de rendimento a actualizar, a utilização desta taxa para actualizar os fluxos de rendimento conduz a consequências absurdas : quando o rendimento de uma empresa desce, o valor de rendimento aumenta e vice-versa. O exemplo que Díez (\*\*) apresenta pode ilustrar o paradoxo : considerando um lucro líquido anual de 1 000 unidades, actualizado aquela taxa de rendibilidade dos capitais próprios durante um número ilimitado de anos tem-se o seguinte:

Taxa de actualização	Valor de rendimento
20%	500 000
10%	1 000 000
5%	2 000 000

O que se disse é suficiente para que a *taxa de rendibilidade dos capitais próprios* não deva ser escolhida para actualizar os fluxos de rendimento.

---

(\*) A taxa de rendibilidade do capital próprio é dada pelo rácio *lucro/capital próprio*. O cálculo desta taxa põe problemas derivados, por exemplo, do facto de relacionar um fluxo com um stock.

(\*\*) Cf. *La facteur de Capitalization en tant qu'élément du Calcul de la Valeur de Rendement Attribué aux Entreprises et aux Parts d'Entreprise*, citado por VIEL, BREDT e RENARD, opus cit., p. 88 e, também, U.E.C., opus cit., p. 53.

d) *Custo dos capitais alheios* (\*)

De entre os motivos para que não se escolha esta taxa para actualizar os fluxos de rendimento, citam-se os seguintes:

- . Não existir uma taxa de juro única para as diversas categorias de capital alheio de uma empresa;
- . A taxa de juro, ao variar com a duração dos empréstimos, se for usada no cálculo do valor de rendimento, fazer depender o valor de rendimento do horizonte seleccionado para as previsões (\*\*);
- . Certos passivos serem a título gratuito pelo que nem sempre existe aquela remuneração, e
- . Diferir consoante a empresa tenha lucro ou prejuízo, por serem um custo fiscal (\*\*\*);
- . A medida que as proporções entre as diversas categorias de capital alheio da empresa variarem ao longo do tempo, o valor da taxa calculada também sofrerá variação.

---

(\*) O *custo do capital alheio* pode calcular-se a partir da relação entre os encargos financeiros e os passivos.

(\*\*) Em Portugal, o juro dos empréstimos bancários é com frequência função da duração dos empréstimos, nem sempre se atendendo, para a fixação da taxa de juro, ao risco associado ao grau de endividamento da empresa. *Vide* p. 75.

(\*\*\*) Considerando os encargos financeiros  $K$  e a taxa de imposto sobre os lucros  $I$  e que a empresa obtém lucros, a poupança de impostos será  $(1-I) \times K$ . O recurso a capital alheio como meio de financiamento traz poupança de impostos, pois os encargos financeiros são custos fiscalmente dedutíveis enquanto os dividendos não são (os dividendos consideram-se aplicações de resultados).

e) *Custo médio ponderado dos capitais (\*)*

O *custo médio ponderado dos capitais da empresa* assume que a estrutura de capital da empresa se mantém constante, o que está longe de acontecer, na maioria dos casos.

Por outro lado, tem os inconvenientes já assinalados às taxas que são suas componentes : o custo do capital alheio e o custo dos capitais próprios.

O custo de oportunidade do capital e o custo marginal do capital das partes não tem *a priori* relação com o custo médio ponderado dos capitais da empresa. Assim, não parece razoável utilizar o *custo médio ponderado dos capitais da empresa* como taxa de actualização para efeitos de apuramento do valor da empresa.

---

(\*) O *custo médio ponderado dos capitais da empresa* é dado por:

$$i_p \frac{P}{P+CP} + i_c \frac{CP}{P+CP}$$

onde  $P$  representa o passivo da empresa,  $CP$  o capital próprio,  $i_p$  o custo dos capitais alheios e  $i_c$  o custo dos capitais próprios.



f) *Taxa de rendibilidade do capital social* (\*)

O interesse deste tipo de rendibilidade é, em especial, para os sócios ou accionistas que adquirem acções com meros fins de colocação de capitais ou para operações especulativas (\*\*);

Acontecendo, todavia, que o capital social quase sempre se afasta do verdadeiro capital da empresa, os accionistas minoritários preferem contar com a composição e a formação das reservas. Para isso, estabelecem antes as relações entre os dividendos e o lucro total ou entre aqueles e capital próprio. Assim, a taxa de rendibilidade do capital social não parece servir para actualizar os fluxos de rendimento.

---

(\*) A *rendibilidade do capital social* é dada ora pelo quociente entre os resultados do exercício e o capital social, ora pela relação entre os lucros distribuídos ou dividendos e o capital social.

(\*\*) Mas, mesmo estes, apreciam preferivelmente os ganhos distribuídos e as possibilidades de incorporação de reservas, fenómenos que lhes podem proporcionar ganhos reais pois influenciam psicologicamente a procura e a oferta e, consequentemente, as variações das cotações ou de outros valores dos títulos.

g) *Taxa de rendibilidade objectiva das acções (\*)*

Fala-se em *rendibilidade objectiva* porque, num dado momento, se supõe que a cotação é igual para todos os accionistas e é a que interessa para comparações com outras aplicações igualmente possíveis no momento da apreciação, se bem que importe também averiguar as perspectivas futuras da empresa e bem assim circunstancialismos do mercado dos títulos.

Desde logo, nem todas as empresas têm o capital fraccionado em acções ou, tendo-o, estas podem não estar cotadas.

A cotação dos títulos é sensível a aspectos políticos, psicológicos e sociológicos e é modelada pelo comportamento dos especuladores e arbitragistas (\*\*).

A *rendibilidade objectiva das acções* reflecte expectativas acerca do futuro : atende às possibilidades futuras de ganhos suplementares (\*\*\*), que influenciam as cotações.

Portanto, a *taxa de rendibilidade média das acções*, devido às variações das cotações, está sujeita a forte oscilação.

---

(\*) A *taxa de rendibilidade objectiva das acções* determina-se a partir do quociente entre o dividendo líquido por acção e a cotação. Supõe-se que os dividendos são constantes, que têm uma duração ilimitada, que as acções da empresa estão cotadas e que não serão vendidas (pelo que não se realizam nem mais nem menos valias).

(\*\*) A reduzida dimensão do mercado português permite que, através de actuações isoladas, se consigam alterações significativas das cotações na Bolsa.

Limitou-se, por isso, a oscilação entre duas sessões consecutivas de Bolsa a 5%, limite anteriormente fixado em 10%.

(\*\*\*) v.g., aumentos de capital por incorporação de reservas ou com preferência de subscrição para os actuais accionistas.

Além disso, nem sempre existe uma única cotação para um título, num dado momento (v.g., nas Bolsas de Lisboa e do Porto) (\*).

Diferentes acções de uma mesma empresa conferindo direitos especiais podem propiciar rendibilidades diversas (v.g., as acções nominativas têm geralmente cotação inferior à das acções ao portador).

Acresce que o dividendo médio das acções repousa sobre rendibilidade aparente, pois a distribuição nem sempre atende à capacidade real de distribuição da empresa, por razões já ventiladas atrás.

Por outro lado, a tributação que recai sobre os dividendos é um factor adicional de incerteza (\*\*) e de variabilidade da taxa de rendibilidade objectiva, porquanto o valor do dividendo líquido atribuído a acções nominativas depende do rendimento total do seu titular, enquanto o valor do dividendo líquido atribuído a acções ao portador não depende. Seria necessário admitir que a proporção dividendo líquido sobre cotação é idêntica para acções nominativas e ao portador para superar esta limitação.

---

(\*) Eis uma manifestação de falta de eficiência dos mercados. Através de operações de arbitragem podem obter-se ganhos nos mercados financeiros (v.g., arbitragem entre as Bolsas de Lisboa e do Porto, onde as acções de uma empresa, por vezes, apresentam, num mesmo momento, cotações diferentes).

(\*\*) O regime da tributação dos dividendos poderá vir a ser alterado brevemente, em resultado de novas políticas económicas e fiscais, pois tem sido geralmente considerado como fortemente penalizador para os seus titulares.

h) *Lucro sobre cotação* (\*)

Alguns óbices se podem apontar a este indicador :

O quociente entre o lucro e a cotação só tem significado se a empresa apresentar lucros estáveis. No caso de se apurarem prejuízos, o rácio perde significado para o efeito pretendido.

Uma empresa pode ter momentaneamente bons lucros, mas estar condenada ao fracasso mercê de deteriorações internas de conjunturas desfavoráveis, envelhecimento dos seus produtos ou marcas. Ao contrário, outras empresas suportam inicialmente prejuízos para conquistarem uma posição que lhes permita obter no futuro lucros satisfatórios.

Põe-se, pois, o problema do lucro a escolher : o do ano corrente, o do próximo ano ou o lucro normal. Como o lucro apurado num dado exercício é afectado por muitos factores aleatórios, parece mais adequado considerar o lucro normal. Uma análise cuidadosa da empresa, do sector produtivo em que se integra, do mercado, da tecnologia e da gestão devem considerar-se na estimativa deste lucro e da sua razoabilidade.

Quanto às cotações, valem os comentários formulados a propósito da taxa de rendibilidade objectiva das acções (\*\*).

Portanto, não deve escolher-se, sem mais, o inverso do *price-earning ratio* para taxa de actualização.

(\*) Ou seja,  $1/(\text{Price-earnings ratio})$ .

Supondo que o *price-earnings ratio* é igual a  $P/E$ , que a proporção normal dos lucros distribuídos a título de dividendos é  $d$  e que a taxa de crescimento dos lucros esperados da empresa, para todo o sempre, é  $\alpha$ , a taxa de rendibilidade exigida pelo investidor vem :

$$i = d \times \frac{1}{P/E} + \alpha$$

(\*\*) Vide p. 82.

i) *Taxa de rendibilidade das obrigações do Estado*

Esta taxa de rendibilidade reflecte não só informação sobre o passado, mas também expectativas acerca do futuro .

Acresce que esta taxa varia em função de aspectos fiscais (\*) e de custos de transacção (\*\*). Depende ainda da relação entre o valor nominal, o valor de emissão e o valor de reembolso dos títulos e varia com a duração do empréstimo, as condições de reembolso (\*\*\*) e a espécie do empréstimo (v.g., consolidado ou não).

Por outro lado, não existe uma taxa de juro única dos títulos do Estado, embora o mercado obrigacionista reflecta já alguma eficiência ao aproximar o rendimento real de diversos títulos de rendimento nominal diferente (\*\*\*\*).

A taxa de rendibilidade das obrigações teoricamente não inclui risco.

Na prática, é apenas uma aproximação à taxa sem risco . Persistem, entre outros, riscos remotos de falência do Estado, de medidas de poupança forçada, de congelamento de contas bancárias e o risco político do país ...

---

(\*) v.g., isenções de imposto de capitais, imposto complementar, etc.

(\*\*) Consoante o investidor as adquira no mercado primário ou na Bolsa, por exemplo.

(\*\*\*) Quando o reembolso é efectuado por sorteio, a vida média do empréstimo difere da vida real, em cada caso concreto.

(\*\*\*\*) Para os FIP's emitidos em 1986, por exemplo a taxa do primeiro cupão de vida do empréstimo é 18% para os títulos da 1ª Série e 15,5% para os das 2ªs. e 3ªs. Séries. E obrigações do Estado emitidas em outros anos oferecem taxas e outras condições diferentes.

\*

\*

\*

Discutidos e ponderados aspectos relacionados com algumas das taxas indicadas no quadro atrás apresentado qual deverá ser a taxa de actualização os fluxos de rendimento ?

Desde logo, põe-se a questão de saber se deve utilizar-se uma taxa sem risco para actualizar fluxos de rendimento gerados por empresas cuja actividade está sujeita a risco, ou se deve tomar-se uma taxa que inclua uma medida de risco.

Pensa-se ser de optar pela segunda via.

Barnay e Calba sugerem que a taxa de actualização deve ser aumentada para ter em conta a inexistência de cotação, os riscos de perda de capital, em casos de determinação do valor de parte minoritária(\*) . Por seu turno, Díez defende que se fixe o fluxo duravelmente realizável tendo em conta não apenas os riscos específicos da empresa mas também o risco económico geral, mas não admite que se aumente a taxa de actualização de um prémio de risco pois isso significaria que o fluxo estimado não é durável.

---

(\*) BARNAY e CALBA, opus cit., p. 210.

O *Capital Assets Pricing Model* (C.A.P.M.) é um modo operacional de pensar sobre a taxa de rendibilidade exigida de um investimento com risco (\*).

A existência de uma taxa sem risco ou de activos remunerados a uma taxa sem risco significa que (\*\*).

- a) Esses activos são líquidos (\*\*\*).
- b) A sua transacção não origina nem ganhos nem perdas de capital, e
- c) A detenção desses activos proporciona uma rendibilidade de menos elevada do que outros pois não inclui uma componente de risco de perda de capital.

No que respeita à taxa sem risco  $t^*$ , uma vez que se procura uma taxa para actualizar fluxos gerados num horizonte longo, fica fora de causa optar-se por taxas de curto prazo, ou seja, excluem-se as taxas do mercado monetário - interbancário,

---

(\*) Considera que há dois tipos de risco: um, pode ser eliminado pelo investidor, através de diversificação da sua carteira de participações; o outro, o risco *sistemático* ou de *mercado* (que se mede através do chamado *beta* de um investimento) não pode eliminar-se. A taxa de rendibilidade exigida de um investimento, representada por  $t$  determina-se a partir da expressão  $t = t^* + \beta (t_m - t^*)$ , em que  $t^*$  é a taxa sem risco e  $t_m$  a taxa de mercado, que inclui o risco sistemático e  $\beta$  é uma medida de risco.

O C.A.P.M. considera que existe uma taxa sem risco  $t^*$  e que os mercados financeiros são eficientes.

(\*\*) VAILHEN, C.A., *Finance*, col. "Gestion", Paris, Librairie Vuibert, 1981, p. 90.

(\*\*\*) Note-se o paradoxo : ao negociar um activo sem risco já há risco. Logo, a ausência de risco só existe se não se exercer a liquidez ...

de títulos ou de bilhetes do tesouro - que são muito flutuantes. A escolha deve, pois centrar-se nas taxas de médio e longo prazo.

Por outro lado, de entre essas taxas há que distinguir as que são oferecidas no mercado primário de títulos a médio e longo prazo -na subscrição- das taxas do mercado secundário, por exemplo, nas Bolsas - que podem ser diferentes.

No caso português, a *taxa sem risco* pode determinar-se, de modo aproximado, a partir da taxa de juro dos títulos do tesouro (\*) do seguinte modo (\*\*):

$$t^* = \text{taxa dos FIP's} - \text{menos prémio de risco dos FIP's} \\ - \text{menos taxa de inflação estimada para 1987 (***)}$$

(\*) Considerando, por exemplo, a taxa de juro das Obrigações do Tesouro-FIP/86 (3ª Série).

(\*\*) Nos cálculos não se foi rigoroso: sabendo que a taxa de juro nominal dos FIP's é anual e que os juros se vencem semestralmente, a taxa equivalente anual é superior, ou seja:

$$\text{taxa equivalente anual} = \left[ 1 + \frac{\text{taxa nominal anual}}{2} \right]^2 - 1$$

(\*\*\*) A taxa dos FIP's, por exemplo, contém expectativas acerca do futuro a seis meses porque a taxa de juro é indexada à *taxa de referência para obrigações* (fixada por aviso do Banco de Portugal) que pode ser ajustada após o vencimento dos juros em curso. Logo, a taxa dos FIP's reflecte mais o passado e as intenções do Ministério das Finanças a curto prazo (v.g., pense-se no caso das Obrigações do Tesouro sem cupão - 13% a 2 anos) do que uma *taxa sem risco*.



Uma tentativa de quantificação conduz aos seguintes valores para a taxa sem risco :

$$t^* = 15,5\% - 1\% - 9\% = 5,5\% \text{ ou}$$

$$t^* = \frac{1 + 0,155}{(1 + 0,01) \times (1 + 0,09)} - 1 \approx 4,9\% (*)$$

Silva Ferreira refere que o prémio de risco para a carteira de todas as acções existentes no mercado, em Portugal, deveria até ser mais elevado do que noutros mercados, devido à segmentação do mercado financeiro português pois o risco sistemático é maior para o investidor português(\*\*). E acrescenta que, em Portugal, a taxa de rendibilidade médias das acções deveria ser superior à taxa de rendibilidade das obrigações do tesouro, em pelo menos 8%(\*\*\*)).

Em qualquer caso, a taxa escolhida para actualizar os fluxos de rendimento durável, com vista a determinar o valor de rendimento da empresa, deve ser o custo de oportunidade do capital da entidade — comprador ou vendedor — a quem se destine a avaliação. Num dado momento, as partes podem ter ideias diversas acerca do rendimento a exigir do investimento "compra ou venda" da empresa, dependendo dos investimentos alternativos, comparáveis, das suas preferências intertemporais de capital e do facto de serem mais ou menos avessos ao risco.

(\*) Vide o ponto 5. deste capítulo.

(\*\*) FERREIRA, João S., *As Bolsas de Valores em Portugal : Eldorado ou D. Branca ?*, em "Negócios", Novembro, 1986.

(\*\*\*) O prémio de risco no mercado português pode ser menor do que em outros países com risco sistemático menor, porque o investidor pode não ser avesso ao risco, *ibidem*.

## 5. O valor de rendimento em período de inflação (\*)

O valor de rendimento  $R$ , como se viu, calcula-se a partir da expressão :

$$R = \sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1 + t)^j}$$

onde  $F_j$  representa o fluxo de rendimento nominal esperado no final do período  $j$ ,  $n$  o número de períodos das projecções e  $t$  a taxa de actualização, ajustada ou não ao risco.

A taxa  $t$  pode decompor-se numa taxa sem risco  $t^*$  e num prémio de risco  $p$ , medida da incerteza contida no valor nominal esperado do fluxo  $F_j$ , ou seja:

$$t = t^* + p$$

Embora  $t^*$  possa estimar-se, como se referiu, a partir da taxa de rendimento de aplicações a médio e longo prazo, como os títulos do Estado, a estimativa de  $p$  é mais difícil.

Por outro lado, a taxa de rendimento dos títulos do Estado reflecte não só o valor temporal do dinheiro, mas também expectativas de inflação.

---

(\*) Segue-se, de perto, o que expõem Philip Cooley, Rodney Rosenfeld e It-Koeng Chew em *Capital Budgeting Procedures under Inflation*, in "Financial Management", winter 1975, pp. 18-27.

Neste ponto, considera-se como fluxo de rendimento o lucro pós-impostos.

Assim, a taxa *sem risco* pode decompor-se numa taxa pura  $i$  e na taxa de inflação antecipada  $\eta$  :

$$t^* = i + \eta$$

A taxa pura  $i$  representa o valor temporal do dinheiro em termos reais e usa-se para actualizar fluxos reais. Em cada caso, a evidência sugere para  $i$  valores que exprimem as preferências das partes interessadas na avaliação da empresa.

A taxa de inflação antecipada  $\eta$  pode obter-se pela diferença entre a taxa de remuneração dos títulos de rendimento fixo do Estado e a taxa pura :

$$i = t^* - \eta$$

Assim,

$$t = t^* + p = i + \eta + p$$

sugere que a inflação está, normalmente, incluída implicitamente no valor de rendimento.

Os fluxos podem também conter implicitamente correcções para a inflação.

Os dois ajustamentos referidos - na taxa e nos fluxos - embora teoricamente correctos, merecem, reconhecimento explícito na fórmula de determinação do valor de rendimento.

O apuramento do valor de rendimento, conforme foi descrito, assenta no seguinte conjunto de hipóteses simplificadas:

- a) Os fluxos a actualizar são fluxos nominais;
- b) A taxa de actualização ajustada ao risco não varia ao longo do horizonte das projecções;
- c) A taxa de inflação implicitamente contida na taxa de actualização ajustada ao risco não varia ao longo do horizonte temporal das projecções;
- d) A inflação afecta igualmente todos os componentes dos fluxos de rendimento (custos e proveitos; fixos ou variáveis);
- e) As amortizações e os encargos financeiros contêm um grau de risco idêntico ao dos outros componentes dos fluxos , e
- f) A taxa de inflação implícita não contém incerteza.

Ora, a inflação crónica que se vem suportando em Portugal diminui o poder de compra do escudo e origina divergências entre os fluxos de rendimento nominal e os fluxos reais.

Estando o avaliador interessado em encontrar um valor de rendimento que possa permitir às partes decidir racionalmente, tem de esforçar-se por conhecer os fluxos de rendimento real e por explicitar a inflação nos cálculos que apresentar.

Assim, de seguida abandonam-se uma a uma as hipóteses acima explicitadas, pela ordem em que foram referidas.

Anota-se que o interesse destes desenvolvimentos está dependente do uso de meios informáticos, pois o labor que o seu cálculo manual acarreta parece ser injustificado.

a) Os fluxos a actualizar são fluxos reais

Para ter em conta apenas o valor temporal do dinheiro, os fluxos nominais são primeiro convertidos em fluxos reais, através de actualização à taxa de inflação  $\eta$ . Depois, os fluxos reais entretanto determinados, sofrem nova actualização, agora à taxa real  $(i + p)$  que não inclui inflação. O valor de rendimento "real" é, então, obtido pela fórmula :

$$R = \sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+\eta)^j (1+i+p)^j}$$

Note-se que, ficando por aqui, se chega a estimativa sub-avaliada do valor de rendimento da empresa, pois está a capitalizar-se a componente representativa do risco  $p$ , aspecto que de seguida se corrige.

b) A taxa de actualização ajustada ao risco varia ao longo do horizonte das previsões

Admitindo que o risco associado aos fluxos de rendimento varia, de período para período, o valor de rendimento será dado por:

$$R = \sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+\eta)^j (1+i)^{j-1} (1+i+p_j)}$$

O factor  $(1+\eta)^j$  permite converter os fluxos nominais

em fluxos reais, o factor  $(1 + i + p_j)$  permite ajustar o risco do período  $j$  e ter ainda em conta o valor temporal do dinheiro apenas em um período e o factor  $(1 + i)^{j-1}$ , ao actualizar o valor de rendimento do período  $j$  durante  $j-1$  períodos à taxa pura, considera o valor temporal dos fluxos durante  $j-1$  períodos.

Considerar-se que a taxa pura  $i$  é constante ao longo do horizonte temporal das previsões é uma hipótese, em média, razoável.

c) A taxa de inflação implicitamente contida na taxa de actualização ajustada ao risco varia ao longo do horizonte temporal das previsões

A realidade mostra que a taxa de inflação varia de período para período. Ao tomar-se tal hipótese, o valor do rendimento vem dado por:

$$R = \sum_{j=1}^n \frac{F_j}{(1+i+p_j) (1+i)^{j-1} \prod_{t=1}^j (1+\eta_t)}$$

onde  $\eta_j$  representa a taxa de inflação do período  $j$ .

d) A inflação afecta desigualmente os componentes dos fluxos periódicos

Decompondo o fluxo gerado no período  $j$  em Proveitos  $P_j$  e em Custos  $C_j$  e representando por  $T$  a taxa de imposto sobre os lucros, tem-se

$$F_j = (P_j - C_j) (1 - T)$$

Considerando ainda que a taxa de inflação dos proveitos no período  $t$  é  $\lambda_t$  e que a taxa de inflação dos custos no mesmo período é  $\theta_t$ , o valor de rendimento vem dado por :

$$R = \sum_{j=1}^n \frac{\left[ P_j \prod_{t=1}^j (1 + \lambda_t) - C_j \prod_{t=1}^j (1 + \theta_t) \right] (1-T)}{(1+i+p_j)^j (1+i)^{j-1} \prod_{t=1}^j (1 + \eta_t)}$$



e) As amortizações e os encargos financeiros praticados contém um grau de risco diferente do dos outros componentes dos fluxos

Por um lado, as amortizações são calculadas a partir de despesas do passado e dependem do valor de aquisição, da taxa de amortização e do valor residual, pelo que não comportam incerteza para além da variação do nível geral de preços. Por seu turno, os encargos financeiros dependem das condições contratuais acordadas. Assim, amortizações e encargos financeiros — custos fixos fiscalmente dedutíveis — apenas respondem à inflação geral, não comportando inflações específicas(\*).

Representando as amortizações e os encargos financeiros por  $A_j$ , o valor de rendimento apura-se a partir da expressão seguinte :

$$R = \sum_{j=1}^n \frac{[P_j \prod_{t=1}^j (1+\lambda_t) - (C_j - A_j) \prod_{t=1}^j (1+\epsilon_t)] (1-t)}{(1+i+p_j) (1+i)^{j-1} \prod_{t=1}^j (1+\eta_t)} - \sum_{j=1}^n \frac{A_j (1-T)}{(1+i)^j \prod_{t=1}^j (1+\eta_t)}$$

(\*) No que respeita aos encargos financeiros, os contratos de empréstimo contém, geralmente, cláusulas de indexação da taxa de juro previamente de finidas.

Nada impede, contudo, que a taxa de juro contratual seja constante ao longo da duração do empréstimo nem que a fórmula de indexação varie durante a vida do empréstimo: nestes casos, os encargos financeiros contém uma inflação que pode ser diferente da variação do nível geral dos preços.

f) A taxa de inflação implícita contém incerteza

Em Portugal, nos últimos anos, as taxas anuais de inflação têm sofrido variação e não estão ainda dominados os princípios que as governam. A expressão do valor de rendimento pode ser melhorada, ao considerar-se que a inflação contém incerteza:

$$R = \sum_{j=1}^n \frac{[P_j \prod_{t=1}^j (1+\lambda_t) - (C_j - A_j) \prod_{t=1}^j (1+\theta_t)] (1-T)}{(1+i + p_j + \psi_j) (1+i)^{j-1} \prod_{t=1}^j (1+\eta_t)} - \sum_{j=1}^n \frac{A_j (1-T)}{(1+i + \phi_j)^j \prod_{t=1}^j (1+\eta_t)}$$

A expressão do valor de rendimento comporta assim mais duas variáveis:  $\psi_j$  e  $\phi_j$ . A primeira representa o risco da empresa: incerteza nos fluxos de funcionamento da empresa, na taxa de inflação antecipada e da sensibilidade de  $\lambda_t$  e  $\theta_t$  ao nível geral de preços; a segunda traduz a correcção pela incerteza na taxa de inflação; as amortizações e os encargos financeiros apenas contém incerteza no seu valor real porque o nível geral de preços é incerto(\*).

---

(\*) Vide a nota da página anterior.

#### IV. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS - A PERSPECTIVA MISTA

##### 1. A noção de goodwill

A temática do *goodwill* (\*) é uma das mais controversas na teoria da avaliação de empresas. Cada autor aponta o seu conceito. Se, por um lado, existe um núcleo comum, encontram-se, por outro, divergências e particularidades.

O *goodwill* é sempre um excedente do valor unitário e global da empresa sobre o valor das partes que a constituem. Faz-se, assim, apelo ao efeito de sinergia. Neste sentido, refere Jaensch (\*\*) que o valor da empresa não pode calcular-se pela simples soma das suas partes.

O *goodwill* reporta-se à noção de sobrelucro : quando a remuneração do capital investido a uma taxa considerada normal é ultrapassada pelo valor dos lucros actualizados, a diferença em contrada designa-se por *goodwill*.

Numa óptica económica, o *goodwill* é o excedente do valor actual dos lucros futuros esperados relativamente ao lucro que se considera normal para dado empreendimento, utilizando determinado património (\*\*\*).

---

(\*) *Goodwill* na expressão inglesa, *Geschäftswert* em alemão, *fonds de commerce* em língua francesa, *avviamento* em italiano, *valor de la razón social* em espanhol e *chave, trespasse* ou *valor imaterial* em português.

(\*\*) Cf. *Valoración de la Empresa*, Barcelona, Ed. Gustavo Gili, Barcelona, 1971, p. 46, citado pela A.E.C.A., Doc. nº 9, *opus cit.*, p. 52.

(\*\*\*) Cf. FERREIRA, Rogério F., *Balanços*, Vol. II, 3ª ed., Lisboa, Ática, 1973, p. 50.

Numa *óptica de tesouraria*, que se diferencia da anterior na fórmula da sua determinação, não nos propósitos, o *goodwill* é o excedente pago ou recebido na transacção de uma empresa ou de um negócio em relação ao valor total dos elementos patrimoniais da empresa ou do negócio no momento de transacção (\*).

Para *Fabio Besta*(\*\*), *avviamento* é o valor que uma empresa próspera tem por si mesma independentemente dos seus bens, ou, ainda, a mais valia que adquirem tais bens no seu conjunto, quando adequadamente utilizados.

O *avviamento* deflui da aferição do valor dos frutos que um património pode gerar; não se limita apenas ao lucro, mas a outros factores.

*Vicenzo Masi* (\*\*\*) assinala que o *avviamento* depende de aspectos conexos com o património, tais como a localização, a organização, os recursos humanos, a clientela e o "crédito que surge em função da capacidade patrimonial de liquidação".

Para *Lopes de Sá*(\*\*\*\*), o *goodwill* é um sistema que envolve os valores dos elementos subavaliados do activo e sobreavaliados do passivo e as potencialidades de liquidez, de rendibi-

---

(\*) Cf. FERREIRA, Rogério F., *Balanços*, Vol. II, *opus cit.*, p. 50.

(\*\*) BESTA, Fabio, *La Ragioneria*, Vol. I, Capº VI, art. 1, pp. 422 e seguintes, *L'Avviamento delle Impresa*, 2ª ed., edição Francesco Vallardi, Milão, 1922, citado por LOPES DE SÁ, em *Avaliação de Acções e Teoria do Património Líquido Real*, Salvador, Escola de Administração Fazendária, 1986, p. 19.

(\*\*\*) MASI, Vicenzo, *La Moderna Ragioneria nell'Azienda Moderna*, p. 129, liv. I, sec. I, capº II, edição DOTT Cesari Zuffi, Bolonha, 1957, citado por Lopes de Sá, *opus cit.*, p. 19.

(\*\*\*\*) LOPES DE SÁ, *opus cit.*, p. 13.

lidade, de produtividade, de elasticidade, de economicidade e de equilíbrio dos elementos da empresa.

De acordo com *Schmalenbach* (\*), o *goodwill* pode decompor-se em dois elementos :

- a) O *goodwill* nº 1 que inclui os custos da organização interna e externa de uma empresa, isto é, os custos dos bens económicos com carácter imaterial (clientela, imagem, organização) que existem apenas em função de uma dada empresa;
- b) O *goodwill* nº 2 que é o sobrevalor de capitalização, ou seja, a diferença entre o valor de rendimento de uma empresa e o seu "valor de criação total".

---

(\*) Cf. SCHMALENBACH, Eugenio, *Balance Dinámico*, Madrid, Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España, s.d., pp. 203-204 (tradução da 11ª edição alemã).

Riebold define *goodwill* como o valor de todas as atitudes interiores e exteriores favoráveis à empresa. Neste sentido, podem identificar-se vários tipos de *goodwill*, consoante as causas da sua existência (\*) :

- a) *goodwill industrial* - adequação das instalações fabris, boa organização, competência do pessoal técnico, política de remunerações e incentivos satisfatórios;
- b) *goodwill público* - boa imagem da empresa perante a comunidade em geral;
- c) *goodwill financeiro* - atitude favorável de financiadores : fornecedores, bancos, obrigacionistas e investidores;
- d) *goodwill político* - boa reputação da empresa junto de organismos públicos, políticos e administrativos, e
- e) *goodwill comercial* - contentamento da clientela, boa localização, elevada qualidade dos bens vendidos e dos serviços prestados pela empresa e da assistência pós-venda, boa organização comercial e adequado financiamento das vendas.

---

(\*) Adaptado de RIEBOLD, G., *Los Métodos Americanos de Valoración de Empresas*, Madrid, Ed. ICE, 1977, p. 90, citado pela A.E.C.A., Doc. nº 9, *opus cit.*, p. 55 e por PIROLI, Robert, *opus cit.*, p. 199.

Como se vê, a noção de *goodwill* de Riebold é mais objetiva e pragmática.

Alguns autores referem a possibilidade de existência de *badwill*. É o caso, entre outros, de Damay, Riebold, Lancuenta e Angenieux (\*). É também o caso de Jacques Bravard (\*\*) e de Patrice Vizzavona (\*\*\*).

Segundo Gaultier (\*\*\*\*) é estatisticamente possível demonstrar que :

- a) O *badwill* é devido à acumulação de prejuízos ao longo de diversos anos;
- b) O *badwill* tende a ser proporcionalmente maior em empresas que na sua exploração necessitam de largas somas de capitais próprios e investimentos do que em empresas cujos gerentes subavaliavam as perdas reais, por beneficiarem de um ambiente que inspira confiança ou por terem como accionista principal um Banco.

Não se indicam, neste trabalho, critérios de avaliação de empresas onde não existe *goodwill*, casos em que se aplica metodologia diversa.

---

(\*) DAMAY, RIEBOLD, LANCUENTA e ANGENIEUX, citados no Documento nº 9 da A.E.C.A., *opus cit.*, pp. 54-55.

(\*\*) BRAVARD, Jacques, *opus cit.*, p. 87.

(\*\*\*) VIZZAVONA, Patrice, *opus cit.*, p. 533.

(\*\*\*\*) Cf. estudo elaborado sobre uma amostra de 30 sociedades cotadas que apresentaram resultados negativos, entre 1980 e 1983 (citado por GUGENHEIM, Daniel, em *Le Valeur des Entreprises en Deficit*, in "Revue Française de Comptabilité", nº 167, Dezembro, 1985, p. 23.

Quando existe *goodwill*, o valor de uma empresa  $V$  deverá situar-se num intervalo cujo infimo é o valor substancial  $S$  e cujo supremo é o valor de rendimento,  $B/i$  considerando a duração ilimitada da empresa ou seja,

$$S \leq V \leq B/i$$

O valor do *goodwill* estará compreendido no intervalo:

$$0 \leq G \leq (B/i - S)$$

Nuns critérios o *goodwill* aparece apenas de modo acessório, como arbitragem sumária entre as duas perspectivas do díptico da avaliação : patrimonial e do rendimento. Ao contrário, noutros, o *goodwill* apoia-se em apreciação específica e junta-se ao valor substancial  $S$  para determinar o valor da empresa  $V$  :

$$V = S + G$$

Nestes casos, o *goodwill* pode entender-se de diferentes modos : ora como excedente do valor de rendimento (considerando a duração ilimitada da empresa) sobre o valor substancial  $(B/i-S)$  ora como excedente daquele valor sobre o



valor da empresa que se procura  $(B/i - V)$ , ou ainda como o excedente deste valor sobre o valor substancial  $(V - S)$ .

Quando na determinação do valor de uma empresa se entra em conta com o *goodwill*, está-se no domínio dos critérios mistos, que atentando simultaneamente no valor de rendimento e no valor substancial, se reconduzem à seguinte fórmula geral do valor global da empresa (\*):

$$V = S + a \times (B/i - S)$$

onde  $V$  representa o valor da empresa,  $S$  o valor substancial(\*\*),  $B$  o fluxo de rendimento periódico médio,  $i$  a taxa de actualização e  $a$  um coeficiente sempre positivo e inferior à unidade (\*\*\*).

As diferenças de expressão entre os critérios dependem do coeficiente  $a$ , indicativo das ponderações atribuídas às componentes patrimonial e de rendimento na determinação do valor global de uma empresa.

Nos pontos seguintes descrevem-se os critérios mistos mais frequentemente usados no cálculo do valor da empresa.

(\*) Cf. VIEL, BREDT e RENARD, *opus cit.*, p. 19, citando Jacob, *opus cit.*, p. 142.

(\*\*) Vide, atrás, o ponto 5. do Capº II.

(\*\*\*) Note-se que se  $a=1$ , cai-se na perspectiva do valor de rendimento; se  $a=0$ , tem-se a perspectiva patrimonial.

## 2. Critério da soma do valor intrínseco ao dos lucros periódicos

Este critério baseia-se na ideia de que o valor de uma empresa é dado pela soma do valor intrínseco com os lucros periodicamente gerados.

Formalizando :

$$V = (A - P) + n \times B$$

ou, de outro modo :

$$V = (A - P) + \frac{B}{1/n} (*)$$

onde  $V$  representa o valor da empresa,  $A$  o activo,  $P$  o passivo,  $B$  o lucro médio anual e  $n$  o horizonte dos fluxos, em anos.

Barnay e Calba sugerem que o número de períodos a considerar nos lucros esteja compreendido entre 1,5 e 3 anos (\*\*).

Schönwandt sugere que se calcule o goodwill multiplicando por um coeficiente, inferior ou igual a quatro, o lucro médio deduzido da remuneração de trabalho (\*\*\*).

Numa variante deste critério calcula-se o goodwill, não a partir dos lucros, mas com base no volume de negócios (\*\*\*\*), deste tomando proporções diferentes, consoante o sector de actividade da empresa.

(\*) A interpretação desta expressão permite dizer que o valor da empresa é dado pela soma da situação líquida com o valor de rendimento, considerando uma duração ilimitada da empresa, um rendimento periódico constante e uma taxa de actualização que é a inversa da duração do horizonte temporal das previsões dos fluxos de rendimento.

(\*\*) BARNAY e CALBA, *opus cit.*, p. 90.

(\*\*\*) Cf. CONDE, Artur, *Avaliação de Empresas*, em "Actas das Jornadas de Contabilidade", Aveiro, 1978, p. 718.

(\*\*\*\*) Ao falar-se de volume de negócios quer-se referir não só valores de vendas de mercadorias e de produtos mas também prestações de serviços.

Por exemplo, o *goodwill* das farmácias portuguesas a certa altura era, na prática, estimado num valor correspondente ao seu movimento anual das vendas. Posteriormente, reduziu-se, encontrando-se já farmácias cujo *trespasse* ronda 60% ou mesmo 50% daquele montante(\*).

Seguindo este critério, o "valor dos lucros" é pago na totalidade pelo comprador ao vendedor, o que se critica. O comprador não aceitará pagar pela empresa um valor superior a A-P se a empresa gerar rendibilidades fracas, inferiores ao mínimo aceitável, isto é, em casos em que não houver *goodwill*. Mesmo quando se geram sobrelucros, por este critério, o *goodwill* é pago na totalidade pelo comprador ao vendedor, o que não parece lógico, pois pode acontecer que o *goodwill* dependa de factores directamente imputáveis ao vendedor e que o comprador não consiga manter ou reconstituir.

Acresce que o critério não prevê a possibilidade de o *goodwill* se desvalorizar no decorrer do tempo. Ora, o aparecimento de novas empresas em sector com boas perspectivas de *goodwill* pode levar à redução dessa vantagem comparativa da empresa em avaliação; também o envelhecimento do produto, o aparecimento de imitações ou a aproximação do fim de contrato de concessão em exclusivo podem justificar a morte do *goodwill*.

---

(\*) Veja-se, a este respeito, *A Farmácia Portuguesa*, nº 24, Julho-Agosto, 1983, p. 11. No mesmo sentido encontrou-se no semanário "Expresso" anúncio publicitário : "FARMÁCIA VENDE-SE em cidade na zona do centro da cidade, por 50% do apuro anual de 1986 mais stocks".

### 3. Critério de Retail

Retail enunciou regras genéricas para a avaliação do *fonds de commerce* particularizando depois os cálculos, consoante o tipo de empresas.

#### a) Avaliação do *fonds de commerce*

O *goodwill* consubstancia-se nos elementos incorpóreos. Calcula-se directamente através de uma sucessão de anuidades de lucro, ou seja :

$$G = L \times a_{\overline{n}|t} \quad (*)$$

onde  $L$  é a média dos lucros contabilísticos apurados nos últimos três anos, corrigidos,  $n$  a duração do *goodwill* e  $t$  a taxa de actualização.

A taxa é função da lei da oferta e da procura, dependendo, em cada caso, dos interessados na empresa e será tanto maior quanto mais elevado for o risco da empresa(\*\*).

A duração do *goodwill* é fixada em função dos factores que o afectam - subjectivos e objectivos. Retail admite durações entre um e trinta anos(\*\*\*) .

(\*) Não se pode dizer que  $L \times a_{\overline{n}|t}$  seja bem o *goodwill*. Vide, atrás, pp. 98-104 e adiante, p. 108.

(\*\*) RETAIL, Leon, *L'Évaluation des Entreprises*, opus cit. p. 114.

(\*\*\*) *Ibidem*, p. 120. Nota-se actualmente uma tendência para considerar vidas mais curtas para o *goodwill*, dado o crescente ritmo de ocorrência das mudanças .

Retail já acentuava não ser justo que um comprador pagasse integralmente o valor actual dos lucros esperados, razão que o levava a repartir o *fonds de commerce* (em partes iguais) entre cedente e cessionário. Pelo seu critério, o valor da empresa é calculado somando ao valor patrimonial metade do valor de rendimento. O valor patrimonial é dado por um balanço especial corrigido para efeitos de avaliação; o valor de rendimento calcula-se a partir de um lucro médio anual actualizado, a uma taxa que inclui uma parcela representativa do risco. O número de anuidades consideradas no valor de rendimento varia com o poder de influência dos actuais sócios-gerentes da empresa.

- O valor da empresa pode expressar-se, formalizadamente, assim :

$$V = (A - P) + L \times \frac{a_n t}{2}$$

onde  $V$  representa o valor da empresa,  $A$  o activo corrigido,  $P$  o passivo corrigido,  $L$  o lucro médio anual e  $a_n t$  o valor de uma renda postecipada de  $n$  termos unitários actualizados à taxa  $t$ .

Repare-se no seguinte: mesmo que  $L$  seja tal que tem consentido à empresa em avaliação uma rendibilidade fraca, inferior à do sector ou ao mínimo aceitável, por este critério ainda assim se paga mais pela empresa do que  $(A-P)$ , o que é ridículo. Ora, só deve aceitar-se pagar pela empresa um valor superior a  $(A-P)$  se existir um sobrelucro, ou seja, lucro para além do mínimo aceitável.

b) O caso especial de empresas industriais

Para apurar o valor de empresas industriais, Retail propõe outros critérios. Se não existir cotação, o valor  $V$  da empresa será dado pela expressão (\*) :

$$V = \frac{L + R}{2}$$

onde  $L$  representa o "valor liquidativo" (\*\*) e  $R$  o valor de rendimento ou valor financeiro, calculado a partir dos dividendos distribuídos.

O facto de se apurar uma média entre os dois valores internos da empresa é justificado pelo autor: uma política de autofinanciamento permanente restringe a distribuição anual de lucros e conduz, por um lado, a que a situação líquida contabilística cresça devido aos lucros retidos e, consequentemente, o valor liquidativo aumente; por outro lado, favorece a tendência para que o valor de rendimento se mantenha baixo.

O valor de uma empresa com acções cotadas em bolsa é também uma média aritmética simples, mas entre o valor interno da empresa e o seu valor externo, a cotação. Formalizando e usando a notação já enunciada(\*\*\*) :

(\*) RETAIL, L., *L'Évaluation des Entreprises*, opus cit., p. 229.

(\*\*) O valor liquidativo é um valor de liquidação teórico determinado por necessidades de cálculo, considerando que a empresa continua a sua vida económica (*Ibidem*, p. 203).

(\*\*\*) *Ibidem*, p. 230.

$$V = \frac{\frac{L + R}{2} + C \times N}{2}$$

onde  $N$  é o número de acções da empresa e  $C$  a respectiva cotação.

Retail foi predecessor mas o critério que apresenta revela-se hoje demasiado simplista, passível de fácil crítica, como se assinalou.

#### 4. Critério do valor médio (\*)

Pelo *critério do valor médio*, o *goodwill* calcula-se *indirectamente* após se ter apurado o valor de rendimento. O valor da empresa apura-se como média aritmética, simples ou ponderada, entre aquele valor e o valor substancial.

S pode ser um valor substancial bruto, isto é, antes de dedução do passivo, ou um valor substancial líquido (\*\*).

O valor de rendimento deve concordar com o valor substancial escolhido. No caso de se eleger um valor substancial bruto, R não resultará da actualização dos lucros, mas da de um rendimento financeiro, dado pela soma da remuneração do capital próprio (lucro) com a remuneração dos passivos "permanentes", isto é, de financiamento.

##### a) *Variante dos práticos*

Na *variante dos práticos*, o *goodwill* corresponde a metade da diferença entre o valor de rendimento e o valor substancial.

Formalizando, tem-se que :

---

(\*) Este critério é também conhecido por *critério dos germânicos* ou *critério indirecto*.

(\*\*) Note-se que em vez do valor substancial pode considerar-se o valor contabilístico, o valor intrínseco ou o valor dos capitais permanentes necessários à exploração, havendo nesses casos que escolher um valor de rendimento comparável. Em qualquer caso, o comprador não deverá pagar ao vendedor a parte correspondente aos capitais alheios incluídos nos capitais permanentes.



$$G = \frac{R - S}{2}$$

sendo  $S$  o valor substancial,  $R$  o valor de rendimento e  $G$  o *goodwill*.

A divisão daquela diferença entre comprador e vendedor em partes iguais traduz preocupação de justiça "salomónica".

Reconhece-se também que o *goodwill* é mais aleatório e menos duradouro que o valor substancial : o *goodwill* do vendedor desaparece no momento da transacção e cabe ao comprador reconstituí-lo. Justifica-se, assim, a diminuição do valor de rendimento para efeitos de não pagar integralmente a mais-valia ao cedente.

O valor da empresa  $V$  é a média aritmética simples do valor de rendimento e do valor substancial, ou seja, formalizando de acordo com a notação atrás utilizada :

$$V = \frac{S + R}{2}$$

O valor médio reconhece que a incerteza no valor de rendimento é maior do que no valor substancial, razão pela qual o valor da empresa é dado pelo valor substancial acrescido apenas

de metade do valor de rendimento. É o que mostra a seguinte expressão do valor da empresa, resultado de transformação algébrica da expressão anterior :

$$V = S + \frac{R - S}{2}$$

Tomar a média entre o valor substancial e o valor de rendimento é uma hipótese simplificadora que se aceita devido à dificuldade em fixar com precisão o ponto em que se situa o valor da empresa, mas não há razão de ordem económica que justifique esse procedimento.

*Jacob (\*)* refere que o valor médio apenas considera muito esquematicamente o risco antecipado da concorrência. Ora, os efeitos desta influência só podem estimar-se de modo impreciso, pois não se consegue saber se o valor da empresa está mais próximo do valor de rendimento ou do valor substancial.

O critério não serve quando existem razões para admitir que o valor da empresa se aproxima mais, ora do valor patrimonial ora do valor de rendimento. Pondere-se, por exemplo, o caso de uma pequena loja bem localizada fazendo grande volume de negócios com reduzidíssimo património e gerando diariamente lucros relativamente avultados. Nesse caso, teria de pesar-se mais fortemente o valor de rendimento e menos o valor patrimonial. Po

---

(\*) Citado por VIEL, BREDT e RENARD, *opus cit.*, p. 23.

rém, a prudência aconselha a que só assim seja se os fluxos alcançados dependerem de condições fundamentalmente objectivas (em certos casos de boa localização, por exemplo)(\*).

Quando os fluxos de rendimento dependem sobretudo da perícia ou de elementos subjectivos, que o comprador não consegue manter, o *goodwill* será já muito aleatório e o valor da empresa tenderá a aproximar-se mais do valor substancial.

b) Variante do valor médio ponderado

Outra variante do critério do valor médio afasta a crítica formulada à variante dos práticos, ao contemplar a possibilidade de o valor da empresa se aproximar ora do valor substancial ora do valor de rendimento. O valor da empresa vem, então, dado pela expressão :

$$V = \frac{a \times R + b \times S}{a + b}$$

(\*) É uma questão de *probabilidade* ligada à incerteza: o bom rendimento da loja pode estar a acabar (por exemplo, se nova loja vier a instalar-se no mesmo local).

onde  $a$  e  $b$  são as ponderações atribuídas(\*), respectivamente, ao valor substancial e ao valor de rendimento, sendo  $a \geq 0$  e  $b \geq 0$ (\*\*).

O *goodwill* determina-se, então, *indirectamente* não já como média aritmética simples, mas como média ponderada do valor de rendimento e do valor substancial, podendo expressar-se assim:

$$G = \frac{a \times R + b \times S}{a + b} - S$$

Deixando de lado o facto de o risco de depreciação do *goodwill* justificar uma maior ou menor redução do valor de rendimento, o problema da influência dos valores extremos nas médias persiste.

Não se atende nem à remuneração do capital nem à duração limitada do *goodwill*, compromisso apenas aceitável em circunstâncias particulares. Não se considera também o valor temporal dos fluxos, através de actualização.

---

(\*) Ou seja, pode dizer-se que se introduzem as probabilidades subjectivas  $a/(a+b)$  e  $b/(a+b)$  e considera-se  $V$  como uma espécie de valor esperado, onde  $a \geq 0$ ,  $b \geq 0$  e  $a+b = 1$ .

(\*\*) Note-se que a variante dos práticos não é mais do que o caso particular deste caso geral em que  $a$  e  $b$  são iguais a  $1/2$ .

### 5. CrITÉrio da renda do goodwill

Por este critério, o *goodwill* calcula-se *directamente*, sem necessidade de apurar previamente o valor de rendimento : determina-se a remuneração que um capital *C* colocado em condições normais, a uma dada taxa *i*, propiciaria. Se a rendibilidade de de exploração da empresa for superior aquela remuneração normal, que é a remuneração mínima aceitável, existe um sobrevlor : a renda do *goodwill*.

No cálculo do *goodwill* o capital *C* pode ser o valor substancial *S*, o valor *V* que se pretende determinar ou os capitais permanentes necessários à exploração *CPNE*.

O valor da empresa *V*, apura-se somando ao valor substancial *S* o *goodwill* entretanto calculado :

$$V = S + G$$

O *critério da renda do goodwill* apresenta-se em diversas versões. Enquanto umas supõem a duração ilimitada da renda , outras reconhecem-lhe uma duração temporária. As variantes diferem também quanto ao *regime de capitalização da renda do good*will : *regime de juros simples* ou *regime de juros compostos* . Por outro lado, nuns casos o *goodwill* não é amortizado, enquanto noutros se faz amortização.

Da combinação destes aspectos, resultam, entre outras, as variantes do critério da renda do *goodwill* que se expõem a seguir.

a) *Duração ilimitada da renda do goodwill*(\*)

Opta-se por amortizar indirectamente o goodwill, capitalizando-o a uma taxa  $t$  superior à taxa  $i$  de remuneração normal do valor substancial  $S$  ou do valor que o comprador irá pagar pela empresa.

Tomando o sobrelucro como excedente do rendimento médio periódico sobre o valor substancial, pode escrever-se :

$$G = \frac{B - i \times S}{t} \quad (**)$$

onde  $G$  representa o goodwill,  $S$  o valor substancial,  $B$  o rendimento periódico médio,  $i$  a taxa de rendibilidade normal(\*\*\*) e  $t$  a taxa de actualização do sobrelucro.

O valor da empresa obtém-se, então, a partir da expressão :

$$V = S + \frac{B - i \times S}{t} \quad \text{ou} \quad (****)$$

$$V = S + \frac{i}{t} \times (B/i - S)$$

(\*) Este critério é também conhecido por critério dos *anglo-saxões* ou critério directo(cf. Documento nº 9 da AECA, *opus cit.*, p. 58)ou critério de estratificação dos resultados (cf. JAENSCH, *Valeur et Prix de l'Entreprise Global*, p. 96, citado por VIEL, BREDT e RENARD, *opus cit.*, p. 28) ou critério da capitalização do sobrelucro durante um período ilimitado.

(\*\*) Note-se que se trata de caso particular da fórmula  $G=(B-iS).a_{\overline{n}|t}$  com  $n \rightarrow +\infty$  e  $t > i$ . Vide, adiante, p. 126.

(\*\*\*) Custo de oportunidade de aplicação de capitais numa outra operação, considerando um risco normal ao passo que  $t$  considera risco maior.

(\*\*\*\*) Se  $i=t$ , o valor da empresa é igual ao valor de rendimento, considerado uma duração ilimitada da empresa, ou seja,  $V = B/i$ .

Quando  $t = 2i$ , o critério dos práticos e o critério da duração ilimitada da renda do goodwill são equivalentes, se na fórmula dos práticos se tomar  $R = B/i$ .

Considerando o sobrelucro como excedente do rendimento periódico sobre o valor da empresa, o *goodwill* é dado por :

$$G = \frac{B - i \times V}{t} \quad (*)$$

e o valor da empresa será :

$$V = S + \frac{B - i \times V}{t} \quad \text{ou}$$

$$V = S + \frac{i}{t} \times (B/i - V)$$

Resolvendo a equação em ordem a  $V$ , vem :

$$V = S + \frac{1}{t+i} \times (B - i \times S) \quad \text{ou}$$

$$V = S + \frac{i}{t+i} \times (B/i - S)$$

Note-se que sendo  $i < t$  o *goodwill* é amortizado indiretamente. Já se  $i = t$  não há amortização do *goodwill* (\*\*).

(\*) Note-se que se trata de caso particular da fórmula  $G = (B-iV) \cdot a_n \rceil_t$  com  $n \rightarrow +\infty$  e  $t > i$ . Vide adiante, p. 127.

(\*\*) Quando  $t=i$ , cai-se no critério dos práticos, quando nele se tomar  $R = B/i$ .

Quando  $t=2i$ , cai-se no critério do valor médio ponderado, onde  $a=1$   $b=2$  e  $V = (2S + R)/3$ .

A taxa de capitalização escolhida pode ser adaptada, consoante as pressões de concorrência que afectam a empresa.

Eis um elemento que torna o critério flexível (\*).

Ora o *goodwill* não é seguro, comporta risco e pode diminuir ou mesmo desaparecer. Com efeito, o jogo de concorrência leva a que o valor de rendimento tenda a aproximar-se do valor substancial: está já a considerar-se que a renda não é permanente, mas temporária, durando menos do que a própria empresa.

E outras razões objectivas - como a existência de uma marca registada ou uma boa localização - não se compadecem com a sua tomada em conta através da variação da taxa de capitalização.

O risco da desvalorização da renda justifica a sua amortização, que pode fazer-se de outros modos, limitando a duração da renda do *goodwill* a  $n$  períodos.

---

(\*) Cf. VIEL, BREDT e RENARD, *opus cit.*, p.28.



b) *Duração temporária da renda do goodwill*

O critério da duração temporária da renda do goodwill re conhece que o goodwill não dura perpetuamente. Por isso, defende de uma indemnização por sobrelucros, do comprador ao vendedor, apenas durante um período limitado *n*, que deve previamente ser fixado.

A escolha de *n* encerra alguma arbitrariedade . Para Jacques Bravard é uma questão de bom senso e de experiência(\*).

Segundo Charles Pinoteau a duração do goodwill é geralmente indeterminada (\*\*).

Barnay e Calba sugerem que quando no goodwill pesam mais factores objectivos, isto é, se prevalece a entidade empresa sobre as características do "empresário", o período de amortização varie de cinco a oito anos. Quando o goodwill depender de factores mais subjectivos, a sua duração será mais curta : toma-se então um período entre três e cinco anos para a amortização (\*\*\*).

---

(\*) BRAVARD, Jacques, opus cit., p. 80.

(\*\*) PINOTEAU, Charles, *L'Evaluation des Entreprises*, Paris, Editions S.E.F., 1967, p. 119.

(\*\*\*) BARNAY e CALBA, opus cit., p. 211.

No mesmo sentido, a U.E.C. considera que um *goodwill* de natureza subjectiva deve ser amortizado em três anos apenas ; quando for de ordem objectiva, a amortização durará entre cinco e oito anos, consoante as particularidades do caso (\*).

De seguida, descrevem-se algumas das variantes da duração temporária do *goodwill*.

b<sub>1</sub>) Variantes de Smalenbach (\*\*)

O valor da empresa é igual à soma do valor substancial com o sobrelucro periódico multiplicado por um factor  $n$ , que representa a estimativa do número de períodos em que o efeito de *goodwill* adquirido pelo comprador perdurará.

Pressupõe-se que quem deseja comprar uma empresa deve indemnizar o vendedor, pagando-lhe não só o valor substancial mas também o sobrelucro capitalizado, isto é, o lucro realizável para além da remuneração normal proporcionada pelo valor substancial ou pelo valor que o comprador irá pagar pela empresa.

(\*) U.E.C., *opus cit.*, p. 61.

(\*\*) Também conhecido por critério da compra de  $n$  sobrelucros periódicos (Cf. VIEL, Jakob, BREDT, OTTO, RENARD, Maurice, *opus cit.*, p. 31), ou por variante de capitalização da renda do *goodwill* durante um período limitado (A.E.C.A., Doc. nº 9, *opus cit.*, p. 59).

Embora os autores consultados falem em capitalização, não se trata aqui de uma verdadeira capitalização, pois o sobrelucro de um período sai, no fim desse período, do processo de capitalização e não se adiciona aos sobrelucros de períodos anteriores. Ora, capitalizar significa acrescentar ao capital (neste caso, aos sobrelucros de períodos anteriores). Pensa-se que os autores queiram referir regime de capitalização simples. Veja-se Documento nº 9 da A.E.C.A., *opus cit.*, p. 59.

Considerando o sobrelucro como excedente sobre a rendibilidade mínima exigida de um capital igual ao valor substancial, o *goodwill* é dado pela expressão :

$$G = n \times (B - i \times S) (*)$$

e o valor da empresa vem :

$$V = S + n \times (B - i \times S)$$

expressão que se pode transformar em :

$$V = S + n \times i \times (B/i - S)$$

representando  $V$  o valor da empresa,  $S$  o valor substancial,  $i$  a taxa de remuneração mínima exigida do valor substancial,  $B$  o rendimento gerado pelo valor substancial,  $n$  a duração do *goodwill* ou número de períodos de capitalização e  $G$  o *goodwill*.

---

(\*) Note-se que se trata de uma variante da fórmula  $G \approx (B-iS) \cdot a_{m|t}$  com  $m \rightarrow +\infty$  e  $t = \frac{1}{n}$  ( $n < m$ ), com  $n$  fixo.

*Schmalenbach* supõe que apenas existe *goodwill* para além do valor que o comprador irá pagar pela empresa e que a renda do *goodwill* tem  $n$  termos iguais :

$$G = n \times (B - i \times V)$$

onde  $V$  representa o valor da empresa,  $S$  o valor substancial,  $n$  o número de termos da renda do *goodwill*,  $B$  o rendimento periódico gerado pela empresa,  $i$  a taxa de rendibilidade mínima exigida de um capital igual ao valor que o comprador irá pagar pela empresa.

O valor da empresa é o resultado da soma do valor substancial com o *goodwill*.

$$V = S + n \times (B - i \times V) \quad \text{ou}$$

$$V = S + n \times i \times (B/i - V)$$

Resolvendo a expressão do valor de rendimento em ordem a  $V$  vem :

$$V = S + \frac{1}{1 + n \times i} \times [n \times (B - i \times S)] \quad \text{ou}$$

$$V = S + \frac{1}{1 + n \times i} \times n \times i \times (B/i - S) \quad (*)$$

(\*)PIROLI, Robert (*opus cit.*, p. 206) apresenta a seguinte expressão do valor da empresa, segundo o critério de *Schmalenbach* :

$$V = \frac{B - \frac{V-S}{n}}{i}$$

O procedimento de Stuttgart usado na Alemanha, para avaliar sociedades cujas acções não são cotadas em Bolsa, para efeitos de determinação da matéria colectável é o caso particular da variante de *Smalenbach* em que  $n = 3$  (\*): o sobrelucro a capitalizar durante três anos se calcula não a partir do valor substancial  $S$ , mas a partir do valor da empresa  $V$ :

$$G = 3 \times (B - i \times V)$$

E o valor da empresa é o resultado da soma do valor substancial com o *goodwill* :

$$V = S + 3 \times (B - i \times V)$$

O ponto fraco destas variantes consiste na sua simplicidade. Reconduzem-se a uma regra empírica análoga às que se aplicam em certos ramos de actividade, em que o valor de uma empresa se assemelha a um múltiplo do volume de negócios anual ou se determina em função do número de unidades técnicas de exploração (noutros termos, por referência à capacidade de produção)(\*\*).

(\*) Cf. FREITAS PEREIRA, H., *opus cit.*, p. 14 ou U.E.C., *opus cit.*, p. 59 ou VIEL, BREDT e RENARD, *opus cit.*, p. 32 ou CONDE, Artur, A., *opus cit.*, p. 719.

(\*\*) Cf. VIEL, BREDT e RENARD, *opus cit.*, p. 31.

b<sub>2</sub>) *Variantes da U.E.C. (\*)*

Tentando resolver a crítica à capitalização da renda do *goodwill*, a U.E.C. sugere que deve remunerar-se um capital investido de que se poderá dispor no fim de um certo prazo. Assim, os sobrelucros devem actualizar-se para o momento da avaliação. O *goodwill* é uma renda de *n* parcelas, tantas quantas o número de períodos de duração do *goodwill*, prazo em que deve ser amortizado. A actualização contempla simultaneamente o juro, o tempo e a amortização do *goodwill*.

O *goodwill* é o valor actual de uma renda inteira de *n* termos iguais. Quanto à escolha da taxa de actualização mantêm-se os problemas já discutidos.

---

(\*) Estas variantes são também conhecidas por *variantes da actualização da renda do goodwill durante um período limitado* (cf. A.E.C.A.), Doc. nº 9, opus cit., p. 61). Parece-nos que esta denominação não é a melhor, pois outros critérios também actualizam aquela renda durante um período limitado.

De acordo com a notação atrás definida, o *goodwill* vem da do pela expressão :

$$G = a_{n|i} \times (B - i \times S)$$

E o valor da empresa é encontrado por uma das seguintes expressões (\*) equivalentes :

$$V = S + a_{n|i} \times (B - i \times S) \text{ ou}$$

$$V = S + a_{n|i} \times i \times (B/i - S)$$

onde  $a_{n|i}$  representa o valor actual, à taxa  $i$  de uma renda inteira de  $n$  termos unitários.

Baseando-se na ideia de que do ponto de vista do comprador é injusto calcular a remuneração sobre o valor substancial, o sobrelucro é a diferença entre o fluxo de rendimento financeiro e o juro calculado sobre o valor da empresa que se pretende encontrar . Nesse sentido, o *goodwill* deixa de ser calculado em função do valor substancial e considera-se que o comprador apenas tem renda para além do valor que paga. Ou seja, o sobrelucro

(\*) Se se tomasse a actualização segundo o regime de juros simples, ter-se-ia antes:

$$V = S + \frac{n}{1 + n \times i} (B - i \times S) \text{ ou } V = S + \frac{n \times i}{1 + n \times i} (B/i - S), \text{ caso já ana}$$

lisado sob a denominação variante de capitalização da renda do *goodwill* durante um período limitado, segundo Smullenbach, vide p.123.

passa a ser:

$$B - i \times V$$

Esta proposta da U.E.C., conduz à seguinte fórmula de determinação do valor da empresa:

$$V = S + a_{\overline{n}|i} \times (B - i \times V) (*)$$

ou, respeitando a fórmula geral do valor da empresa :

$$V = S + \frac{a_{\overline{n}|i}}{1 + a_{\overline{n}|i} \times i} \times (B - i \times S) \quad \text{ou}$$

$$V = S + \frac{i}{1 + a_{\overline{n}|i} \times i} \times (B/i - S)$$

Argumentando que esta fórmula não é equitativa mas mais favorável ao comprador — porque fixa o valor da empresa em níveis inferiores — a U.E.C. retoma, em trabalhos posteriores, a fórmula que anteriormente sugerira (\*\*).

(\*) Note-se que quando  $n \rightarrow +\infty$ , chega-se ao valor apurado pelo critério dos práticos, pois:

$$\lim_{n \rightarrow +\infty} V = \frac{S + B/i}{1 + i/i} \Longleftrightarrow V = \frac{S + R}{2} \quad \text{sendo } n \text{ finito, o goodwill é amortizado.}$$

(\*\*) U.E.C., CII-1, Zurique, Dezembro, 1980.



A U.E.C. propõe, então, que se calcule o sobrelucro a partir do valor substancial, mas que se actualize o sobrelucro a uma taxa  $i'$ , superior à remuneração  $i$  do valor substancial(\*), ou seja :

$$V = S + a_n \gamma_{i'} (B - i \times S)$$

$$V = S + a_n \gamma_{i' \times i} (B/i - S)$$

No que respeita à duração da renda do *goodwill* adquirido a título oneroso, este critério obriga a uma apreciação pessoal. Com efeito, a duração depende de factores do ambiente e do meio interno da empresa.

O critério é passível de críticas menores do que os outros critérios descritos, apesar das críticas fundamentais acerca de  $B$ ,  $i$  e  $n$  se manterem.

---

(\*) Pensa-se que não interessa que  $i'$  seja superior ou inferior a  $i$ , o que é importante é que  $i'$  representa o custo de oportunidade da parte que pretende a avaliação da empresa.

b<sub>3</sub>) Variante de Barnay e Calba

De acordo com Barnay e Calba (\*), o valor de uma empresa apura-se do seguinte modo :

$$V = V' + a_n \int_i \times (RF - i \times CPNE)$$

onde  $V$  representa o valor da empresa,  $V'$  a situação líquida corrigida,  $RF$  o rendimento financeiro,  $CPNE$  os capitais permanentes necessários à exploração e  $i$  uma taxa que inclui risco(\*\*).

O sobrelucro é o excedente do rendimento financeiro em relação à remuneração mínima aceitável dos capitais permanentes necessários à exploração. A sua duração é temporária pelo que se actualizam os sobrelucros durante um período limitado  $n$ , prazo em que o *goodwill* deve ser amortizado.

O rendimento financeiro é o lucro pós impostos acrescido dos encargos de financiamento resultantes do ciclo de exploração normal(\*\*\*) .

(\*) BARNAY e CALBA, *opus cit.*, p. 234.

(\*\*) Vide atrás, p. 86.

(\*\*\*) O rendimento financeiro apura-se do seguinte modo : volume de negócios x índice de rendimento bruto - despesas de investimento de manutenção - imposto sobre os lucros (Cf. BARNAY e CALBA, *opus cit.*, p. 198).

b<sub>4</sub>) Variante de Leake

De acordo com Leake um *goodwill* adquirido a título oneroso não se evapora no final do horizonte de análise, mas, ao contrário, supõe que decresce gradualmente ao longo do tempo:

$$G = \frac{1 - \frac{a \sqrt[n]{i}}{n}}{i} \times (B - i \times S) (*)$$

O valor da empresa vem então:

$$V = S + \frac{\frac{n - a \sqrt[n]{i}}{n}}{i} \times (B - i \times S) \quad \text{ou}$$

$$V = S + \left(1 - \frac{a \sqrt[n]{i}}{n}\right) \times (B/i - S)$$

Estas expressões do valor da empresa podem ser transformados em outra expressão, que permite interpretação a lógica do raciocínio nela implícita.

(\*) Apenas se apresenta a versão mais simples de Leake (cf. U.E.C. , opus cit., p. 90).

expressão que pode transformar-se na seguinte :

$$V = B/i - \frac{B/i - S}{n} \times a_{\overline{n}|i} \quad (*)$$

De acordo com Leake o comprador está disposto a pagar pela empresa o valor de rendimento  $B/i$  correspondente a uma duração ilimitada da empresa, deduzido do valor actual de uma renda de  $n$  termos constantes (de valor igual ao quociente da diferença entre o valor de rendimento  $B/i$  e o valor substancial  $S$  por  $n$ ) destinada a amortizar o *goodwill* num prazo limitado  $n$ , ou seja, inferior à duração da empresa.

Persiste, contudo, alguma arbitrariedade na fixação da duração do *goodwill*, da taxa de actualização e na estimativa de  $B$ .

(\*)

$$S + \frac{1 - a_{\overline{n}|i} / n}{i} \times (B/i - S) = S + (1 - a_{\overline{n}|i} / n) \times (B/i - S) = S + \left[ (B/i - S) - a_{\overline{n}|i} \times \frac{B/i - S}{n} \right] =$$

$$= \cancel{S} + B/i - \cancel{S} - a_{\overline{n}|i} \times \left( \frac{B/i - S}{n} \right) = B/i - a_{\overline{n}|i} \times \frac{B/i - S}{n}$$

Note-se que  $B/i \geq a_{\overline{n}|i}$ , com  $m \rightarrow \infty$ , ou seja,  $m > n$ , o que permite escrever :  $V = B \cdot a_{\overline{n}|i} - \frac{B/i - S}{n} \cdot a_{\overline{n}|i}$

b<sub>5</sub>) Variante de Gref

Gref considera a amortização do *goodwill* em prazo inferior ao de duração da empresa. Formalizando, de acordo com a notação que vem sendo utilizada, tem-se:

$$V = (B - \frac{V - S}{n}) a_{n|i} + \frac{B/i}{(1+i)^n} \quad (*)$$

Sendo  $B$  o lucro médio periódico, superior ao produto  $i \times S$ , existe sobrelucro, pelo que o comprador estará disposto a pagar um valor  $V$  superior ao valor substancial  $S$ . A diferença  $(V - S)$  é, pois, o valor do *goodwill*.

A expressão do valor da empresa pode apresentar-se de outro modo :

$$V = B/i - \frac{V - S}{n} \cdot a_{n|i} \quad (**)$$

(\*) Cf. PIROLI, Robert, *opus cit.*, p. 207.

(\*\*)

$$\begin{aligned} (B - \frac{V-S}{n}) a_{n|i} + \frac{B/i}{(1+i)^n} &= (B - \frac{V-S}{n}) \cdot (-\frac{1}{i} - \frac{1}{i} \cdot \frac{1}{(1+i)^n}) + \frac{B/i}{(1+i)^n} = (B - \frac{V-S}{n}) \cdot \frac{1}{i} - (B - \frac{V-S}{n}) \cdot \frac{1}{i(1+i)^n} + \frac{B/i}{(1+i)^n} \\ &= B/i - \frac{V-S}{ni} - \frac{B/i}{(1+i)^n} + \frac{V-S}{in(1+i)^n} + \frac{B/i}{(1+i)^n} = B/i - \frac{V-S}{n} \left[ \frac{1}{i} - \frac{1}{i(1+i)^n} \right] = B/i - \frac{V-S}{n} \cdot a_{n|i} \quad \text{Note-se } B/i = i \cdot a_{n|i} \\ \text{com } n \rightarrow \infty, \text{ ou seja, } n > n, \text{ o que permite escrever: } V &= B/i - \frac{V-S}{n} \cdot a_{n|i} \end{aligned}$$

Interpretando esta expressão do valor da empresa, pode dizer-se que o comprador está disposto a pagar pela empresa o valor de rendimento  $B/i$ , correspondente a uma duração ilimitada da empresa, deduzido do valor actual de uma renda de  $n$  termos constantes, de valor igual ao quociente da diferença  $(V - S)$  por  $n$ , destinado a amortizar o *goodwill*, num prazo definido  $n$ , em prestações anuais  $(V - S)/n$ .

Resolvendo a expressão em ordem a  $V$  vem, de acordo com a fórmula geral do valor da empresa :

$$V = S + \frac{n}{n + a_n} \times (B/i - S) (*)$$

(\*)

$$V = B/i - \frac{V-S}{n} \cdot a_n \quad (I) \quad V = S + \frac{B/i - S}{n} \cdot a_n \quad (II) \quad V = S + \frac{B - iS}{i} - \frac{V-S}{n} \cdot a_n \quad (III)$$

Ora  $V = S + G$  (IV) e  $G = V - S$  (V) Substituindo (V) em (III), vem  $V = S + \frac{B - iS}{i} - \frac{G}{n} \cdot a_n$  (VI)

Atentando em (IV) e (VI), pode escrever-se  $G = \frac{B - iS}{i} - \frac{G}{n} \cdot a_n$  (VII)

Resolvendo (VII) em ordem a  $G$ , vem  $G = \frac{n}{n + a_n} \times (B/i - S)$  (VIII) Substituindo então (VIII) em (IV), obtém-se a

expressão geral do valor da empresa:

$$V = S + \frac{n}{n + a_n} \times (B/i - S)$$

## 6. CrITÉrio de Jacquemont (\*)

Jacquemont propõe um critério de avaliação da empresa a partir dos dividendos e dos lucros não distribuídos (ou resultados de acumulação).

O valor da empresa é dado pela soma dos fluxos actualizados de dividendos esperados durante  $n$  períodos com o valor residual esperado no final daquele horizonte (\*\*), ambos reportados ao momento da avaliação.

Formalizando, tem-se :

$$v = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{D_j}{(1+t)^j} + \frac{A_0 + \sum_{j=1}^{j=n} (B_j + A_j - I_j)}{(1+t)^j}$$

onde  $v$  é o valor da empresa,  $D_j$  os dividendos do período  $j$ ,  $B_j$  o lucro não distribuído nesse período,  $A_j$  a dotação para amortizações no período  $j$ ,  $I_j$  o investimento (\*\*\*),  $A_0$  o valor contabilístico corrigido, não incluindo *goodwill* e  $t$  a taxa de actualização.

(\*) Cf. JACQUEMONT, Augustin, *L'Évaluation des Entreprises : Modèle Dialectique d'Aide à la Négociation*, in "Enseignement et Gestion", nº 1, Primavera 1977, F.N.E.G.E., citado por PIROLI, Robert, *opus cit.*, pp. 169-172.

(\*\*) *Ibidem*, p.171.

(\*\*\*) Necessário e suficiente para manter a capacidade operacional da empresa existente à data a que se reporta a avaliação.

O período  $n$  representa o limite a partir do qual as previsões se tornam irrealistas, razão pela qual na avaliação não se incluem fluxos de momentos posteriores.

O valor residual representa a riqueza acumulada no final do período  $n$  e é igual ao valor contabilístico corrigido no momento da avaliação ( $A_0$ ) acrescido dos fluxos anuais de enriquecimento líquido dos  $n$  períodos de previsões (\*).

Três observações, pelo menos, podem fazer-se ao critério de Jacquemont(\*\*) :

- a) O critério repousa sobre lógica rigorosa, mas não conseguem evitar-se dificuldades na estimativa das variáveis em questão;
- b) É difícil cindir o investimento total em investimento de crescimento e investimento necessário e suficiente para manter a capacidade operacional da empresa existente à data da avaliação ;
- c) Não se explicita o *goodwill*.

---

(\*) Note-se que se trata da noção de autofinanciamento líquido.

(\*\*) PIROLI, Robert, *opus cit.*, p. 172.



## V. CONCLUSÕES - PONTO DE PARTIDA PARA NOVAS REFLEXÕES

### 1. Críticas aos métodos de avaliação

As perspectivas de avaliação - com base no *património* ou no *rendimento* - revelam-se de *per si* insuficientes para avaliar uma empresa.

Já em 1961, a U.E.C., ao apresentar proposta metodológica para a avaliação de empresas, assinalava que a substância e o rendimento constituem dois factores estreitamente ligados que não podem ser considerados nem apreciados isoladamente, mas sempre em função das suas relações recíprocas. E, porque nem o valor substancial nem o valor de rendimento dão, separadamente, solução ao problema da avaliação de empresas, só tomando em conjunto os dois elementos pode chegar-se a uma estimativa do valor da empresa (\*).

Uma crítica comum aos critérios e métodos de avaliação apresentados deriva do facto de nenhum deles considerar, ao menos de modo directo e explícito, o capital humano (\*\*).

Nas pequenas e médias empresas, quando os dirigentes envelhecem, surgem problemas de sucessão. É difícil nessas empresas reunir, simultaneamente, voluntarismo, competência, capacidade de financiamento e "dedicação" para dar a necessária continuidade

---

(\*) U.E.C., *opus cit.*, p. 12.

(\*\*) Com efeito, a perspectiva mista considera o elemento humano incluído no *goodwill*, mas não se procede à sua valorização directa.

Por outro lado, o valor de rendimento é função do elemento humano da empresa. Sendo o pessoal da empresa qualificado, diligente e competente no desempenho das suas funções podem obter-se maiores lucros. O mesmo se diga dos fenómenos da inovação, tecnologia, organização, quando destacáveis, e que, nos tempos actuais estão a assumir extrema relevância.

ao organismo vivo que é a empresa. O aspecto humano adquire relevância particular, que reclama valorização cuidada e isolada.

Uma outra crítica respeita à dificuldade de tratamento dos efeitos das sucessivas e generalizadas variações dos preços. Por um lado, a indexação dos custos históricos por aplicação de índices representativos da evolução do poder de compra pode não coincidir com a evolução dos preços relativos dos diferentes elementos patrimoniais da empresa e dos componentes do resultado. Por outro lado, a conversão em valores actuais apresenta problemas específicos ligados às escolhas dos valores de substituição, sempre discutíveis.

Note-se ainda que a evolução dos preços da empresa não é necessariamente indicador representativo da inflação sentida pessoalmente por um interessado comprador da empresa.

Por último, os critérios e métodos tradicionais não refectem que o valor da empresa depende do tipo de mercado, mais ou menos monopolista ou concorrencial (\*), não atendem à repartição do poder na empresa, nem às motivações e ao número de interessados na transacção.

As questões apontadas merecem algum desenvolvimento.

---

(\*) Por vezes, os critérios de avaliação descritos podem reflectir, embora com alguma subjectividade, o "tipo de mercado", através da taxa ou do horizonte das previsões (inclusão de maior ou menor "factor" de risco, consoante os casos).

a) *Valoração independente dos recursos humanos*

Para determinar o valor dos recursos humanos de uma empresa entende-se de todo o interesse tentar a integração na teoria da avaliação de empresas dos princípios e desenvolvimentos habitualmente conhecidos por *contabilidade dos recursos humanos*(\*)(\*\*).

Com a finalidade de medir o "investimento" de uma empresa em recursos humanos foram já desenvolvidos diversos modelos(\*\*\*) .

Na base de tais modelos reside a ideia de que o homem é um activo, mais do que um custo de exploração (\*\*\*\*). De facto, as despesas com o pessoal atingem com frequência montantes elevados e produzem efeitos que se prolongam por vários anos. Estas duas razões justificariam, só por si, numa óptica de contabilidade tradicional e de acordo com o princípio contabilístico da materialidade, a inclusão directa do elemento humano no activo do balanço.

Implicitamente, encontra-se neste procedimento a ideia de que um activo deve ser rendibilizado, de acordo com os objectivos traçados pela empresa.

(\*) Cf. SIRE, Bruno, *Le Rachat d'une Entreprise non Coteé : Comment Arriver a un "Juste" Prix*, in "La Revue du Financier", 1ª parte,

(\*\*) Para Pyle a contabilidade dos recursos humanos é um processo de identificação, de medida e de comunicação de informações que respeitam aos activos humanos e que têm por objectivo a gestão eficaz de uma organização. Vide, BOUZADA, Ortigueira, *Contabilidad de Recursos Humanos - Una Introducción*, Sevilha, Anales de la Universidad Hispalense, 1977, p. 57.

(\*\*\*) Não se trata aqui de dar nota pormenorizada de tais modelos. A esse respeito, remete-se para trabalho que elaborámos, sob o título *Contabilidade de dos Recurso Humanos*, em Dezembro de 1983, no âmbito da parte escolar do programa de Mestrado em Gestão da Universidade Nova de Lisboa.

(\*\*\*\*) Note-se que os activos são, em muitos casos, custos que esperam a sua extinção gradual, do balanço para a conta de resultados, de acordo com os princípios contabilísticos da materialidade e da especialização dos exercícios.

A teoria da Contabilidade dos Recursos Humanos tem-se, pois, desenvolvido principalmente sob as duas ópticas referidas: *óptica dos custos* e *óptica dos activos humanos*.

A inscrição das rubricas de pessoal no *balanço* depara-se, no entanto, com dificuldades : por um lado, não se tem um custo histórico de referência e, por outro, a escolha da duração e do ritmo de reintegração parece difícil.

Na impossibilidade de fixar um *preço* para cada indivíduo, defendeu-se inicialmente que se inscrevessem no balanço apenas as despesas de recrutamento, formação, promoção, e outras relacionadas com o *preço* da força de trabalho propriamente dita. Também a repulsa pela posse ou propriedade de activos humanos apoiou esta opção.

Avançando um pouco mais nas investigações da Contabilidade dos Recursos Humanos, tentou-se, posteriormente, valorizar os activos humanos de modo indirecto, através de uma medida do seu *valor económico*: introduziu-se a noção de *fluxo futuro*, a actualizar em função de uma taxa. Está-se, assim, perante uma noção mais financeira do que contabilística. Com efeito, uma empresa não compra um indivíduo, mas sim os seus serviços, que são pagos a título de remuneração de trabalho . Existe, assim, "facto patrimonial" assimilável à aquisição de um bem de equipamento, mas com as seguintes diferenças :

- a) O quantitativo de cada uma das prestações é, no caso de um bem de equipamento, determinado de uma vez por todas, enquanto a remuneração atribuída aos indivíduos evolui no tempo;
- b) O número de prestações é, no caso da compra de um bem, previamente fixado, enquanto o indivíduo poderá abandonar a empresa em momento *a priori* desconhecido.

Reconhecendo-se que a valoração independente do elemento humano seja meta possível, ela não passa de uma etapa de caminho ainda a percorrer : o modo de fundir esse valor, entretanto isoladamente determinado, no valor unitário da empresa (\*).

---

(\*) O que se poderia fazer, pessoa a pessoa, era tentar quantificar a sua *produtividade* em termos de rendimento, definir uma *produtividade média normal universal* para cada profissão ou sector, e, então, atribuir a cada homem um valor em função do excesso da sua produtividade com relação à normal (ponderado por um coeficiente de risco, pois o homem podia morrer ou abandonar a empresa). Mas como medir essa produtividade ?

b) *Valoração dos efeitos da inflação*

Durante muito tempo, a verificação de variações do nível geral de preços ou de preços relativos justificou a utilização de diferentes métodos de valoração, inicialmente baseados apenas no custo histórico, sem correcções sistemáticas nas contas das empresas (\*).

A pertinência da consideração da inflação nos estudos de avaliação de empresas justifica-se por se viver em Portugal há cerca de uma década com taxas de inflação que, de um modo geral, se têm situado em níveis elevados. Até agora, a correcção das distorções que a inflação provoca nas cifras das empresas apenas tem sido considerada nas reavaliações dos activos imobilizados corpóreos que ocasionalmente têm sido autorizadas para efeitos fiscais e reportadas a 31 de Dezembro, o que se revela manifestamente insuficiente (\*\*). É, pois, facilmente reconhecido que a inflação não se dá apenas nos elementos do imobilizado corpóreo e, quanto a estes bens, os valores reavaliados pontualmente rapidamente sofrem nova desactualização.

Persistindo a inflação em níveis elevados, só um sistema de reavaliações sucessivas e de periodicidade regular permitirá quantificar de modo mais aceitável os efeitos da inflação no valor da empresa.

(\*) ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES ET DES COMPTABLES AGREES (O.E.C.C.A.), *Comptabilité et Prospective*, 1984, pp. 392-405.

(\*\*) A reavaliação tem sido autorizada por via legislativa. Citam-se os Decretos-Leis nºs. 126/77 de 2 de Abril, 353-B/77 de 29 de Agosto, 126/78 de 3 de Junho, 430/78 de 27 de Dezembro, 202/79 de 2 de Julho, 219/82 de 2 de Julho, 399-G/84 de 28 de Dezembro e 118-B/86 de 27 de Maio e ainda a Portaria nº 20 258 de 28 de Dezembro de 1963.

Parece, pois, que a reavaliação não deve limitar-se aos elementos dos balanços, mas alargar-se também aos fluxos que traduzem as variações no tempo do valor de uma empresa.

Em síntese, duas linhas de orientação podem ser consideradas (\*) :

- a) Uma consiste em reavaliar os elementos contabilísticos com base em índices de preços(\*\*);
- b) Outra, comportando fases distintas, toma exemplos nas práticas dos países anglo-saxónicos, com taxas de inflação moderadas : sistema de indexação baseado num índice de evolução do nível geral de preços - *Current Purchasing Power (C.P.P.)*-e sistema de contabilidade a custos actuais - *Current Cost Accounting (C.C.A.)* (\*\*\*) e as *Bases Hyde* (\*\*\*\*).

---

(\*) Do conjunto de publicações editadas em Portugal destaca-se o trabalho meritório de *Júlio Neves* acerca dos métodos de correcção dos efeitos da inflação nos resultados e nos balanços da empresa : *NEVES, Júlio, A Correcção dos Efeitos da Inflação nos Resultados e no Balanço da Empresa*, ed. do Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, 1983.

(\*\*) Seguido em países com inflação elevada, de que se destacam as reavaliações permanentes e obrigatórias no Brasil e no Chile.

(\*\*\*) É o caso do Relatório *Sandilands* datado de 1975 e de trabalhos posteriores de *Morpeth*.

(\*\*\*\*) Trata-se de um conjunto de normas provisórias de contabilização em períodos de inflação em documento anexo às peças contabilísticas a custos históricos, datado de 1977. Posteriormente, surgiram novas contribuições e mesmo *standards*. Na verdade, quer na Inglaterra quer nos Estados Unidos, Canada e Austrália, têm aparecido importantes contribuições, de associações de profissionais. Veja-se, sobre o assunto, entre nós, o trabalho de *Gastambide Fernandes*, *As Variações de Preços nas Contas das Empresas*. Recentemente há a apontar o IAS nº 15 da *Internacional Accounting Standard Committee* e o *Exposure Draft 35* do *Institut of Chartered Accountants* (Reino Unido) (além do *FAS 33* do *Financial Accounting Standard Board* (EUAN)).

Os procedimentos propostos são os *métodos de indexação* (que procuram apenas seguir a depreciação geral do valor da moeda), os *métodos de avaliação* (que sugerem uma valorização a custos de reposição) e os *métodos mistos*, combinação daqueles. Esquemáticamente, as linhas de orientação dos métodos são os seguintes (\*) :

<i>Métodos de indexação(**)</i>	<i>Métodos de avaliação</i>
. Atendem à variação do <u>nível</u> geral de preços	. Atendem à variação dos preços relativos de <u>todos</u> ou de parte dos bens respeitantes à exploração da empresa
. Apoiam-se nos custos históricos, que convertem em moeda constante	. Procuram-se, para um período ou um momento, o valor actual dos bens considerados
. Visam medir as operações e <u>stocks</u> em unidade com poder de compra geral constante	. Visam manter o potencial produtivo da empresa

Quadro V.1.1. Métodos de correcção dos efeitos da inflação

No cálculo do valor de rendimento de uma empresa pode considerar-se a inflação como um factor de risco empresarial, com tratamento idêntico ao do risco em geral, quer corrigindo os fluxos a actualizar, quer elevando a taxa de actualização, quer ainda reduzindo o horizonte das projecções dos fluxos(\*\*\*) .

(\*) O.E.C.C.A., *opus cit.*, 1984, pp. 392-405.

(\*\*) Também chamados *métodos de conversão*.

(\*\*\*) Nesse sentido, veja-se o que se expôs no ponto 5. do Capº III, pp. 89-97.



c) *Valoração de outros aspectos*

A repartição do(s) poder(es) na empresa, o número de interessados na transacção e a intensidade do objectivo que motivou a avaliação da empresa, têm sido levados em conta na fase da *negociação*, fase que culmina com a fixação de um preço, mais ou menos afastado do valor ou leque de valores apurados na *avaliação*.

A eficiência dos mercados tem, em matéria de fixação de preços, um poder normalizador, representando uma defesa contra abusos de força económica das partes (\*). Constitui, pois, ponto de referência para o estabelecimento de um preço que poderia já englobar-se na estimativa do valor da empresa.

Vejamos os efeitos dessas restrições de negociação em função do tipo de mercado (\*\*):

---

(\*) BARNAY e CALBA, *opus cit.*, p. 34.

(\*\*) *Ibidem*, p. 39.

### Mercado de concorrência

#### Perfeita

- . O preço surge independentemente de situações e motivações particulares das partes
- . As partes são livres de não comprar ou não vender; mas se o fizerem, será ao preço ditado pelo mercado
- . Não há relação pessoal nem negociação entre o vendedor e o comprador, que são anónimos (\*)
- . O valor é igual ao preço de mercado e pode definir-se em função dos volumes de oferta e procura.
- . O valor é conhecido independentemente e anteriormente à transacção particular; é objectivo

#### Outros mercados

- . O preço é função da situação concreta e das motivações das partes
- . O curso de negociação depende da habilidade das partes e é difícil prever o preço a que se efectivará a transacção
- . Há relação necessariamente pessoal entre o vendedor e o comprador, que se conhecem (\*\*)
- . O preço apenas é definitivamente fixado no momento do acordo entre as partes
- . O valor depende em cada caso, do conjunto vendedor-comprador; é subjectivo

### Quadro V.1.2. Efeitos das restrições de negociação em função do tipo de mercado

Por vezes, tenta-se reconstituir o mercado de concorrência. São os casos da oferta de serviços com base em cadernos de encargos (concurso público), da luta contra os monopólios através de leis antimonopolistas e de defesa da concorrência e preços, dos leilões de antiguidades, dos lotes de peixe ou das Bolsas de Valores.

(\*) Ou seja, não há preferências pessoais.

(\*\*) Nem sempre é assim: surgem por vezes, intermediários ou agentes na transacção que reduzem ou eliminam mesmo as ditas relações entre as partes.

## 2. Experiências colhidas de casos tratados (\*)

Princípios teóricos, embora conceitualmente correctos, nem sempre encontram aceitação e depara-se com dificuldades na sua aplicação.

A avaliação reclama a utilização de padrões de conduta e de medida adequados e razoáveis, com vista a fixar, segundo determinados pontos de vista, o valor a atribuir a uma empresa,

Nesta matéria ainda não se encontrou padrão incontestável.

O estudo real de casos de avaliação permitiu-nos colher ensinamentos úteis e reconhecer o alcance e validade dos métodos teóricos descritos.

Apontam-se, de imediato, apenas três aspectos: a importância, ao avaliar uma empresa, de proceder à análise estratégica daquela, de estabelecer claramente um método de trabalho distribuindo tarefas aos elementos que integrem as comissões de avaliação, fixando prazos para a elaboração do trabalho e de ponderar os limites de aceitabilidade de um relatório de avaliação.

---

(\*) Estas considerações derivam de casos reais de avaliação de empresas que enriqueceram o conhecimento da autora e permitiram progredir no estudo dos critérios e métodos de avaliação de empresas, pelo que se julga útil fazer-lhes aqui referência.

a) *Análise estratégica da empresa*

A importância da avaliação estratégica de uma empresa justifica-se por só poder avaliar-se o que se conhece bem. É imprudente alvitrar um valor para uma empresa sem previamente ter desenvolvido um diagnóstico preciso. Esse diagnóstico assentará na observação da empresa em funcionamento, na indagação aos responsáveis, na descoberta das realidades para além das cifras contabilísticas e extra-contabilísticas fornecidas, quer pelo sistema de informação da empresa, quer pelo conhecimento dos mercados e dos produtos e serviços onde actue e dos planos futuros.

Barnay e Calba (\*), reconhecendo já a necessidade de conhecer bem a empresa, apelam sobretudo à análise económica e financeira. Sugere-se aqui, em alternativa, que se alargue aprofunde o tratamento e o tipo de informações, seguindo modelos de análise estratégica que permitam analisar e diagnosticar o ambiente e o meio interno da empresa, neles identificando, inicialmente, factores relevantes e ponderando, depois, a sua importância para a avaliação da empresa (\*\*).

Os factores identificados no ambiente são classificados em riscos e oportunidades e os do meio interno em pontos fortes e fracos. Destacam-se, depois, os que são indispensáveis para o êxito e sobrevivência da empresa - os chamados *factores críticos de êxito*. Devem, igualmente, ponderar-se as estratégias em execução e as possíveis escolhas a implementar.

---

(\*) BARNAY e CALBA, *opus cit*, p. 59-77.

(\*\*) A este respeito, veja-se, por exemplo, GLUECK, William F., e JAUCH, Lawrence R.. *opus cit.* capos. 3 e 4, onde se indica como desenvolver um *Environmental Threats and Opportunities Profile* (E.T.O.P.) e um *Strategic Advantage Profile* (S.A.R.) ou o artigo de HAX, Arnoldo C. e MAJLUF, Nicolas S., intitulado *Planification Stratégique et Matrice Économique*, in "Harvard L'Expansion". Verão. 1984. pp. 92-105.

b) *Programa de trabalho seguido em estudos práticos de avaliação de empresas*

Encontrar o valor de uma empresa exige tempo, labor, mé todo adequado e contexto favorável.

A forma como os peritos conduzem o trabalho, as qualidades de contacto humano e a capacidade de apreensão das situa - ções abrem-lhes de modo diferente as portas, por vezes secre - tas, da empresa.

Um ponto não deve ser esquecido: o conhecimento da em - presa tende a ser mais fácil aos avaliadores que estejam ao serviço de quem quer vender.

Crê-se, não obstante, que nem sempre seja assim .

Sendo a empresa - objecto da avaliação - uma realidade complexa e havendo, geralmente, elevados volumes de informação a tratar, é conveniente que o trabalho seja orientado por co - missões e se não circunscreva a esforços isolados de uma só pessoa (\*). Essas comissões devem incluir peritos e técnicos especializados em matérias diversas: por exemplo, juristas (para análise de contratos e litígios pendentes), engenheiros (para avaliação dos terrenos, edifícios, equipamentos, processos de produção e tecnologia utilizada), economistas e contabilistas.

---

(\*) Ressalvam-se, obviamente, os casos de empresas singelas e de pequena dimensão.

Por outro lado, havendo uma comissão, surge a necessidade de orientar e coordenar o trabalho, estabelecer claramente objectivos, atribuir tarefas, definir áreas de responsabilidade e fixar calendários. Estes aspectos podem ser formalizados em programa de trabalho.

c) *Aceitabilidade de um relatório de avaliação*

Crê-se que o acolhimento e aceitação de um relatório de avaliação está dependente de circunstâncias como as seguintes:

- a) As previsões conterem incerteza e ser necessário fixar limites (superiores e inferiores) para as hipóteses consideradas nos cálculos;
- b) A explicitação das hipóteses adoptadas para que os destinatários do relatório apreciem a sua razoabilidade;
- c) A avaliação basear-se quer em fontes legais (também jurisprudência) quer em disposições contratuais quer em métodos económicos particulares.

Se, antes de iniciar a avaliação da empresa, for possível conhecer claramente os objectivos, motivações e condições das partes envolvidas e, entre elas, estabelecer acordo sobre as hipóteses em que o estudo assentará, torna-se, eventualmente, mais fácil conduzir a negociação e pode porventura chegar-se mais rapidamente ao preço da transacção.

Em certos casos tem interesse enviar aos responsáveis da empresa avaliada carta pedindo a confirmação de informações prestadas.

### 3. Novas perspectivas de avaliação - algumas notas

Embora o avaliador de empresas possa por vezes demonstrar interesse por desenvolvimentos teóricos recentes, estes nem sempre têm sido usados devidamente na prática de avaliação de empresas.

Com efeito, neste domínio nota-se um afastamento entre a teoria e a prática.

Convém, pois, que nos interroguemos sobre a inadequação entre o que a teoria oferece e aquilo que os práticos procuram.

O atraso que se verifica na aplicação à avaliação de empresas dos modelos da teoria dos investimentos baseados no valor actual líquido ou na taxa interna de rendibilidade desenvolvidos nos últimos anos, apela a que se procurem as razões deste facto.

A realidade mostra que os elementos determinantes nas decisões que a avaliação da empresa serve não residem em modelos muito elaborados de escolha dos investimentos. Ao admitir que os modelos têm um carácter mais normativo do que explicativo, resta a inquietação do pouco êxito da norma assim elaborada. Isto, apesar de os princípios fundamentais desses modelos não serem novos e de ter já decorrido tempo suficiente para a sua difusão(\*).

---

(\*) RAMAN, Jean-Pierre, *Gestion Financière, La Diffusion des Techniques S'Accélère*, in "Revue Française de Gestion", nºs. 53-54 Setembro-Dezembro, 1985, p. 197.



Empresas cujas acções não estejam cotadas na Bolsa ou cujo capital não se fraccione em acções ou que não recorram a financiamento por obrigações, sentem-se desligadas daqueles modelos.

Por outro lado, o recurso às técnicas de actualização de fluxos futuros não exclui o facto de o modelo de avaliação ser estático.

A teoria financeira moderna sofre as limitações das hipóteses de mercado perfeito, num momento dado (estático) e para um certo estado de factos, *caeteris paribus*.

Em parte, talvez as causas da fraca difusão prática dos modelos nascidos da teoria financeira devam procurar-se aí.

No que respeita à avaliação de empresas, pensa-se que a dinâmica da empresa e os mercados imperfeitos constituem vias possíveis de pesquisa.

Nesse sentido, a teoria financeira conheceu um desenvolvimento real ao longo dos últimos anos, as publicações foram numerosas, de qualidade, e os domínios de aplicação das investigações diversificaram-se. No plano teórico, porém, os métodos de avaliação de empresas enfermam ainda de insuficiências, algumas discutidas ao longo deste trabalho.

Pensa-se que os hiatos hoje existentes entre a teoria financeira e a gestão estratégica urgem ser preenchidos. Desta fusão resultará uma teoria mais adequada para a matéria da avaliação de empresas. Nesse sentido, estão a ser dados passos, embora ainda inseguros, porquanto (\*) :

- a) Persistem diferenças de linguagem e de conceitos entre a teoria financeira e a gestão estratégica(\*\*);
- b) A actualização dos fluxos tem sido mal utilizada e consequentemente não aceite nas aplicações estratégicas;
- c) Mesmo quando apurados convenientemente os fluxos actualizados comportam falhas na apreciação e na implementação.

O que se aponta demonstra as dificuldades do estabelecimento de modelos de avaliação.

A título indicativo, observa-se que, ao procurar estabelecer modelos utilizáveis, deve considerar-se, entre o mais, o seguinte (\*\*\*) :

- a) A avaliação tem que ter uma finalidade; por isso se fala, por exemplo, em valor fiscal, valor de

(\*) Cf. MYERS, Stewart, *Finance Theory and Financial Strategy*, Sloan School of Management, 1983 (artigo não publicado).

(\*\*) A gestão estratégica é um processo que inclui decisões acerca da afectação dos recursos da empresa pelas unidades de negócio. O lado financeiro da gestão estratégica trata da afectação de um recurso particular : o capital .

(\*\*\*) Cf. "Documento de Trabalho nº 4", apresentado pela Asociación Española de Contabilidad y Administración, *opus cit.*, pp. 16-18.

liquidação, valor da empresa em funcionamento;

- b) A avaliação atende a considerações locais e temporais, no sentido de que estas influem na própria consciência sócio-económica face aos objectos valorados;
- c) A avaliação é uma ajuda para aqueles que têm de decidir sobre o objecto ou a situação valorada;
- d) A base fundamental de avaliação é a potencialidade dos objectos avaliados proporcionarem a geração de utilidades;
- e) Avaliar um conjunto de objectos não é igual a avaliá-los um por um e achar a resultante, antes há que ter em conta a interacção entre as partes componentes do objecto avaliado; e
- f) O avaliador deve projectar os valores sociais e económicos dominantes, assim como as crenças, opiniões e teorias aceites na sociedade onde vive e em que o objecto avaliado e as partes interessadas na avaliação se inserem.

O que se indica não esgota os problemas da própria realidade - mutável, incerta, dependente do homem, da sua cultura, do seu meio. E a empresa, subsistema, é formada por homens, dentro de sistemas que ultrapassam o económico.

\*

\*

\*

Tudo quanto se assinalou revela necessidades diversas: afinar terminologias, precisar conceitos, formular referenciais adequados para uma *teoria da avaliação* de empresas. Este trabalho constitui parcela de uma investigação mais ampla a que me propus, talvez em dissertação para doutoramento sobre esta temática.

Elaborei, com esse objectivo, dois outros estudos, um acerca dos critérios legais de avaliação de empresas e outro sobre a valoração independente dos recursos humanos. Disponho ainda de um conjunto de trabalhos práticos com aplicações metodológicas concretas.

Acalenta-se, assim, o propósito de apresentar trabalho, de maior fôlego, que possa considerar-se um *Ensaio Geral sobre a Teoria e a Prática da Avaliação de Empresas*.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

AAVV, *Comptabilité et Prospective*, Paris, ed. Conseil Supérieur de L'O.E.C.C.A., 1985.

AAVV, *Corriger les Comptes des Variations de Prix: Pourquoi? Comment?*, Paris, ed. Conseil Supérieur de L'O.E.C.C.A., Economia, 1984.

AAVV, *Métodos Práticos de Valoración de Empresas*, "Documento nº 9", Madrid, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (A.E.C.A.), 1983.

*Valoración de Acciones*, "Documento nº 8", Madrid, A.E.C.A., 1983.

AAVV, *Polis, Enciclopédia Verbo da Sociedade e do Estado*, vol. 2, Lisboa, Editorial Verbo, 1984.

ABECASSIS, Fernando e Cabral, Nuno, *Análise Económica e Financeira de Projectos*, Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian, 1983.

ADELINO, José M., *Apontamentos das lições ao curso de Finanças*, ao Mestrado em Gestão da Universidade Nova de Lisboa, 2º trimestre, ano lectivo de 1984/1985.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DAS FARMACIAS, em "A Farmácia Portuguesa", nº 34, Julho-Agosto, 1983.

BARNAY, André e CALBA, Georges, *Combien Vaut Votre Entreprise*, Paris, Entreprise Moderne d'Édition, 1975.

BOUZADA, M. Ortigueira, *Contabilidad de Recursos Humanos - Una Introduccion*, "Anales de la Universidad Hispalense, serie "Economicas e Empresariales", Sevilla, Publicaciones de La Universidad de Sevilla, 1977.

- BRAVARD, Jacques, *L'Évaluation des Entreprises*, Paris, Dunod, 1969.
- BREALEY, Richard e MYERS, Stewart, *Principles of Corporate Finance*, Nova Iorque, McGraw-Hill Book Company, 1981.
- BREDT, Otto, RENARD, Maurice e VIEL, Jakob, *L'Évaluation des Entreprises et des Parts d'Entreprise*, 3ª ed., Paris, Dunod, 1971.
- BUENO CAMPOS, Eduardo, *Princípios de Valoración de Empresas: Propuesta de Una Metodología*, "Documento nº 4", Madrid, Asociación Española de Contabilidad y Administración des Empresas, 1981.
- BUENO CAMPOS, Eduardo, ROCHE, Ignacio e DURAN HERRERA, Juan, *Economía de la Empresa - Análisis de las Decisiones Empresariales*, Madrid, Ediciones Pirámide, 1981.
- CEA, José L., *La Información Contable ante la Variación del Poder Aquisitivo del Dinero*, em "Revista Española de Financiación y Contabilidad", Madrid, Editorial de Derecho Financiero, nº 8.
- CONDE, Artur A., *Avaliação de Empresas*, in "Actas das Jornadas de Contabilidade", Aveiro, ed. do Instituto Universitário de Aveiro, 1978, pp. 697-721.
- Contribuição para a Determinação do Valor Real da Empresa Comercial*, separata da "Revista de Economia". vol. 15 - Fasc. III, Lisboa, 1963.
- CONSO, Pierre, *Dictionnaire de Gestion Financière*, 3ª ed., Paris, Dunod, 1984.
- COOLEY, Philip, ROSENFELD, Rodney e CHEW, It-Koeng, *Capital Budgeting Procedures under Inflation*, "Financial Management", Winter, 1975, pp. 18-27.

- COPELAND, Thomas E. e WESTON, J. Fred, *Managerial Finance*, 8ª ed., Chicago, The Dryden Press, 1986.
- COTTA, Alain, *Dicionário de Economia*, Lisboa, Publicações D. Quixote, 1973.
- CRUZ VIDAL, Caetano L., *Os Elementos da Empresa e a sua Coordenação*, Porto, 1957, Separata nº 99 da "Revista de Contabilidade e Comércio".
- A Eficiência das Empresas e a sua Medida*, Lisboa, 1961.
- DALSACE, André, *Le Bilan*, 2ª ed., Paris, Presses Universitaires de France, 1958.
- FERNANDEZ PEÑA, H., *Determinación del Valor Funcional de las Empresas*, s.d.
- FERREIRA, João S., *As Bolsas de Valores em Portugal : Eldorado ou D. Branca ?*, em "Negócios", Novembro, 1986, pp. 37-46.
- FERREIRA, Leonor F., *Contabilidade dos Recursos Humanos*, 1983, (trabalho elaborado no âmbito da parte escolar do Mestrado em Gestão da Universidade Nova de Lisboa).
- FERREIRA, Rogério F., *Balanços*, Vol. II, 3ª ed., Lisboa, Livraria Petrony, 1973.
- Lições de Gestão Financeira*, Vol. I, Coimbra, Livraria Arnado, 1985.
- Lições de Gestão Financeira*, Vol. II, Coimbra, Livraria Arnado, 1985.
- Gestão Financeira*, 4ª ed., Lisboa, Atica, 1976.
- FREITAS PEREIRA, Henrique, *Avaliação Fiscal de Acções não Cotas*, em "Estudos", Lisboa, ed. Centro de Estudos Fiscais, 1984.

- GARCIA, José, *Deficiencias de los Informes Financieros para la Estimación del Valor de la Empresa*, em "Ponencias y Comunicaciones al I Congreso de A.E.C.A.", Madrid, Ministerio de Economía y Hacienda, 1983, pp. 333 - 349.
- GLUECK, William F. e JAUCH, Laurence R. *Business Policy and Strategic Management*, 4ª ed., Auckland McGraw - Hill International Book Company, 1984.
- GUGENHEIM, Daniel, *La Valeur des Entreprises en Survie*, em "Revue Française de Comptabilité", nº 163, Dezembro, 1985, pp.23-25.
- HARVEY, Mike e KEER, Fred, *Financial Accounting Theory and Standards*, 2ª ed.: Englewood Cliffs, Prentice-Hall International, 1983.
- HAX, Arnolddo C. e MAJLUF, Nicolas S., *Planification Stratégique et Matrice Économique*, em "Harvard-L'Expansion", Verão, 1984.
- HELFERT, Erich A., *Techniques of Financial Analysis*, 5ª ed., Illinois, ed. Richard D.Irwin, 1982.
- Avaliação - Conceitos Teóricos e Prática*, col. "Cadernos de Organização do Trabalho", Lisboa, Clássica Editora, 1966.
- HULL, J.C., *The Evaluation of Risk in Business Investment*, Oxford, Pergamon Press, 1980.
- KOHLER, Eric. L., *A Dictionary for Accountants*, 5ª ed., Englewood Cliffs, Prentice-Hall, Inc., 1975.
- KOPFER, Michel, *Combien Vaut une Entreprise*, em "Science & Vie Économie", nº 10, Outubro, 1985, pp. 70-74.



- LOPES DE SA, António, *Avaliação de Acções e Teoria do Património Líquido Real*, Salvador da Baía, Brasil, Escola de Administração Fazendária, 1986.
- MARQUES, Edmond, *Contabilidad y Gestion de los Recursos Humanos*, Madrid, Ediciones Pirámide, S.A., 1978.
- MATHIEU, Gilbert, *Vocabulário de Economia*, col. "Temas e Problemas", Lisboa, Moraes Editores, 1974.
- MYERS, Stewart C., *Finance Theory and Financial Strategy*, Cambridge, Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, 1983, (working paper)
- NEVES, Júlio H. *Contributos para a Análise Económico-Financeira da Vida das Empresas*, em "Revista Bancária", nº 32, Abril-Junho, 1973, pp.105-155.
- A Correção dos Efeitos da Inflação nos Resultados e no Balanço da Empresa*, Lisboa, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, 1983.
- Consideração sobre a Análise Financeira em Contexto Inflacionista*, Lisboa, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, 1985.
- PINOTEAU, Charles, *L'Evaluation des Entreprises par L'Analyse et la Prévision Économiques*, Paris, Editions Société d'Éditions Économiques et Financières, 1967.
- PIROLI, Robert, *L'Evaluation des Entreprises dans les Operations de Concentration*, Paris, Masson, 1981.
- RAMAN, Jean-P., *Gestion Financière: la Diffusion des Techniques s'Accélère*, em "Revue Française de Gestion", nº53-54, Setembro-Dezembro, 1985, pp. 193-199.

- RETAIL, Léon, *L'Évaluation des Entreprises*, 5<sup>a</sup> ed., col. "L'Expertise", Paris, ed. Sirey, 1963.
- RUBIO, Jesus B., *El Valor Substancial, Su Función en la Valoración de la Empresa*, em "Ponencias y Comunicaciones al I Congreso de A.E.C.A.", Madrid, Ministerio de Economía y Hacienda, 1983, pp. 351-367.
- SAGE, Eugène, *Comment Évaluer une Entreprise*, col. "Administration des Entreprises", Paris, Editions Sirey, 1979.
- SCHMALENBACH, Eugenio, *Balance Dinamico*, Madrid, Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España, s.d. (tradução espanhola da 11<sup>a</sup> ed. alemã).
- SIRE, Bruno, *Le Rachat d'une Entreprise non Cotée: Comment Arriver à un "Juste" Prix?*, em "La Revue du Financier" 1<sup>a</sup> parte - pp. 39-50; 2<sup>a</sup> parte - pp. 25-30.
- TAVARES, José A., *Inflação e Avaliação de Projectos de Investimento*, em "Gestão", Lisboa, ed. Pórtico, n<sup>o</sup>26, pp. 9-15.
- UNION EUROPEENNE DES EXPERTS COMPTABLES, ECONOMIQUES ET FINANCIERS (U.E.C.), *L'Évaluation des Entreprises et Parts d'Entreprises*, Paris, Dunod, 1961.
- UNIVERSIDADE CATOLICA PORTUGUESA, *Lições de Economia da Empresa ao 3<sup>o</sup> ano de Organização e Administração de Empresas*, Lisboa, ed. da Faculdade de Ciências Humanas da Universidade Católica Portuguesa, 1975.
- VAILHEN, C.A., *Finance*, col. "Gestion", Paris, Librairie Vuibert, 1981.
- VAN HORNE, James, *Financial Management and Policy*, 5<sup>a</sup> ed., Londres, Prentice-Hall International, Inc., 1980.
- VIZZAVONA, Patrice, *Gestion Financière*, 3<sup>a</sup> ed., Paris, Librairies Techniques, 1983.

*SIGLAS UTILIZADAS*

- A.E.C.A. - Asociación Española de Contabilidad y  
Administración de Empresas
- C.A.P.M - Capital Assets Pricing Model
- C.C.A. - Current Cost Accounting
- C.N.E.C.B. - Collège National des Experts Comptables  
Belges
- C.P.N.E. - Capitais Permanentes Necessários à  
Exploração
- C.P.P. - Current Purchasing Power
- FIFO - First in, First Out
- LIFO - Last in, First Out
- N.F.M. - Necessidades de Fundo de Maneio
- P.O.C. - Plano Oficial de Contabilidade
- O.E.C.C.A. - Ordre des Experts Comptables et des  
Comptables Agréés
- U.E.C. - Union Européenne des Experts Comptables  
et Financiers

# ÍNDICE DE QUADROS

## PAGS.

Quadro I.4.1.	- Motivos determinantes da avaliação de empresas	22
Quadro II.5.1.	- Elementos do imobilizado de exploração cuja inclusão ou não no valor substancial deve ser especialmente ponderada	38
Quadro II.6.1.	- Cálculo dos capitais permanentes necessários à exploração	41
Quadro II.6.2.	- Correções aos capitais permanentes necessários à exploração	43
Quadro III.2.1.	- Razões de divergência entre lucro histórico e lucro normal	48
Quadro III.3.1.	- Regras para a fixação do horizonte temporal das previsões	67
Quadro III.4.1.	- Resumo de taxas para efeitos de avaliação	72
Quadro V.1.1.	- Métodos de correcção dos efeitos da inflação	143
Quadro V.1.2.	- Efeitos das restrições de negociação em função do tipo de mercado	145

# ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico III.3.1.	- Representação da função $R_t, (n)$	65
Gráfico III.4.1.	- Representação da função $R_n, (t)$	69

# ÍNDICE SISTEMÁTICO

	PAGS.
PROEMIO ... ..	5
PLANO DA DISSERTAÇÃO .. ..	7
I. INTRODUÇÃO . ... ..	9
1. A empresa - "entidade" a avaliar. ... ..	10
2. O valor.. ... ..	14
3. Os valores da empresa ... ..	19
4. Os motivos determinantes da avaliação ... ..	21
II. A PERSPECTIVA DE AVALIAÇÃO COM BASE NO PATRI- MONIO. ... ..	24
1. Resenha dos principais critérios ... ..	24
2. Critério do valor nominal .. ..	26
3. Critério do valor contabilístico ... ..	27
4. Critério do valor intrínseco ... ..	33
5. Critério do valor substancial .. ..	36
6. Critério do valor dos capitais permanentes necessários à exploração .. ..	41
III. A PERSPECTIVA DE AVALIAÇÃO COM BASE NO RENDI- MENTO ... ..	45
1. Resenha dos principais critérios ... ..	45
2. A escolha dos fluxos de rendimento . ... ..	47
a) O valor de rendimento a partir dos lucros	48
b) O valor de rendimento a partir dos divi- dendos . ... ..	53
c) O valor de rendimento a partir dos cash- -flows . ... ..	59

PAGS.

3. Horizonte temporal das previsões ... ..	61
4. Fixação da taxa de actualização. ... ..	68
a) Taxa de "juro normal" ... ..	74
b) Taxa de rendibilidade sectorial . ... ..	76
c) Taxa de rendibilidade dos capitais próprios	77
d) Custo dos capitais alheios .. ... ..	78
e) Custo médio ponderado dos capitais... ..	79
f) Taxa de rendibilidade do capital social . ...	80
g) Taxa de rendibilidade objectiva das acções ..	81
h) Lucro sobre cotação . ... ..	83
i) Taxa de rendibilidade das obrigações do Esta- do.. ... ..	84
5. O valor de rendimento em período de inflação ...	89
a) Os fluxos a actualizar são fluxos reais . ...	93
b) A taxa de actualização ajustada ao risco va- ria ao longo do horizonte das previsões ...	93
c) A taxa de inflação implicitamente contida na taxa de actualização ajustada ao risco varia ao longo do horizonte temporal das previsões	94
d) A inflação afecta desigualmente os componen- tes dos fluxos periódicos .. ... ..	95
e) As amortizações e os encargos financeiros pra- ticados contém um grau de risco diferente do dos outros componentes dos fluxos .. ... ..	96
f) A taxa de inflação implícita contém incerteza	97

PAGS.

IV. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS - A PERSPECTIVA MISTA... ..	98
1. A noção de <i>goodwill</i> ... ..	98
2. Critério da soma do valor intrínseco ao dos lucros periódicos... ..	105
3. Critério de Retail ... ..	107
a) Avaliação do <i>fonds de commerce</i> .. ..	107
b) O caso especial de empresas industriais ...	109
4. Critério do valor médio ... ..	111
a) Variante dos práticos .. ..	111
b) Variante do valor médio ponderado .. ..	114
5. Critério da renda do <i>goodwill</i> . ... ..	116
a) Duração ilimitada da renda do <i>goodwill</i> . ...	117
b) Duração temporária da renda do <i>goodwill</i> ...	120
b <sub>1</sub> ) Variantes de Smalenbach ... ..	121
b <sub>2</sub> ) Variantes da U.E.C. .... ..	125
b <sub>3</sub> ) Variante de Barnay e Calba . ... ..	129
b <sub>4</sub> ) Variante de Leake... ..	130
b <sub>5</sub> ) Variante de Gref ... ..	132
6. Critério de Jacquemont. ... ..	134
V. CONCLUSÕES - PONTO DE PARTIDA PARA NOVAS REFLEXÕES.	136
1. Críticas aos métodos de avaliação . ... ..	136
a) Valoração independente dos recursos humanos.	138
b) Valoração dos efeitos da inflação... ..	141
c) Valoração de outros aspectos ... ..	144

	<u>PAGS.</u>
2. Experiências colhidas de casos tratados ... ..	146
a) Análise estratégica da empresa.. ... ..	147
b) Programa de trabalho seguido em estudos práticos de avaliação de empresas ... ..	148
c) Aceitabilidade de um relatório de avaliação.	150
3. Novas perspectivas de avaliação - algumas notas	151
BIBLIOGRAFIA CONSULTADA... ..	156
SIGLAS UTILIZADAS. ... ..	162
INDICE DE QUADROS ... ..	163
INDICE SISTEMATICO ... ..	164